

Profili di diritto societario europeo

Estratto da Le Società

Volume IV

Trattato del diritto privato dell'Unione europea

a cura di Paolo Montalenti



Giappichelli

Introduzione

Il diritto societario europeo

Paolo Montalenti

SOMMARIO: Sezione I. *Profili generali*. – 1. Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti. Direttive, Regolamenti e giurisprudenza *Centros*: un ossimoro? – 2. Il diritto societario italiano tra armonizzazione e asimmetrie regolatorie. – 3. Il diritto dei mercati finanziari e il diritto bancario. Cenni. – 4. Il diritto assicurativo. – 5. Diritto societario armonizzato e interpretazione. – 6. Diritto societario interno e comparazione. – 7. Diritto societario europeo: prospettive. – 8. Diritto italiano e diritto europeo. Un esempio: voto plurimo o premio di fedeltà? – Sezione II. *La nuova società per azioni: quali prospettive nel quadro europeo?* – 9. *Longtermism*, interessi degli *stakeholder*, fattori ESG. – 10. Verso il neo-istituzionalismo. – 11. Riscontri normativi. – 12. Le informazioni non finanziarie. – 13. La società *benefit*. – 14. La Direttiva *Shareholders' Rights*. – 15. La Direttiva *Shareholders' Rights* II. – 16. Il quadro comparatistico. – 17. Il Codice di *Corporate Governance* di Borsa Italiana. – 18. La proposta di Direttiva sulla responsabilità d'impresa. – 19. La proposta di Direttiva *on Corporate Sustainability Due Diligence*. – 20. Quali prospettive?

Sezione I

Profili generali

1. *Il diritto societario europeo tra armonizzazione e concorrenza tra ordinamenti. Direttive, Regolamenti e giurisprudenza Centros: un ossimoro?*

Il *diritto societario* è stato oggetto, in Europa, di un processo significativo di armonizzazione¹: dalla I Direttiva sulla costituzione della società per azioni alla II Direttiva

¹ In argomento si vedano, tra le opere generali, AA.VV., *Diritto societario europeo e internazionale*, diretto da Benedettelli e Lamandini, Torino, 2016; VICARI, SCHALL, *Company Laws of the UE*, Verlag C.H. Beck oHG, München, 2020 e ora KINDLER-LIEDER, *European Corporate Law. Article-by-Article Commentary*, Nomos, 2021; AA.VV., *Percorsi di diritto societario europeo*, a cura di Pederzini, Torino, 2020; MUCCIARELLI, *E pluribus unum? Language diversity and the harmonization of company law in the European Union*, in *Maastricht Journal of European and Comparative Law*, 2019, 1 ss.; DE LUCA, *European Company Law*, 2^a ed., Cambridge, 2017; ENRIQUES, *Quanto è armonizzato il diritto societario europeo?*, in AA.VV., *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legisla-*

sul capitale sociale alla IV e VII direttiva sul bilancio e sul bilancio consolidato, dalla III e VI Direttiva in materia di fusioni e scissioni alla VIII Direttiva sul controllo dei conti, alla X Direttiva sulle fusioni transfrontaliere, alle *Shareholders' Rights Directives*, i diritti societari nazionali hanno raggiunto, a mio parere, un grado apprezzabile di uniformazione. Tuttavia non poche aree del diritto societario – dai sistemi di amministrazione ai gruppi – rimangono ancora, se pur in presenza di numerosi progetti, appannaggio dei diritti municipali e anche se il rapporto tra armonizzazione e concorrenza regolatoria è ancora oggetto di riflessioni critiche: si pensi, ad esempio, all'omogeneizzazione spontanea derivante proprio dalle differenze regolamentari nazionali, come è avvenuto in tema di capitale minimo o di modelli di amministrazione ma anche a fenomeni di *goldplating*.

I contributi di questo volume forniscono analiticamente il quadro delle uniformazioni realizzate, delle convergenze in corso, delle distanze ancora esistenti. Ma volendo ricorrere a mere immagini icastiche ritengo che si possa oggi affermare che il corposo volume di Grundmann, dal titolo *European Company Law*², è da ritenersi espressione non soltanto di un paradigma dottrinale ma anche di una realtà normativa. Con alcune doverose precisazioni.

Più esattamente infatti il diritto societario europeo può definirsi un diritto “*a tendenza federale*”, nella direttrice segnata dagli artt. 114 ss. del Trattato FUE, non già un diritto compiutamente uniformato³.

Da un lato si deve ad esempio segnalare che, oltre all'armonizzazione sistematica attuata con le direttive, un tentativo di armonizzare anche i sistemi di *governance* è stato attuato con il *Regolamento della Società Europea*, che introduce la facoltà di opzione tra modello monistico e modello dualistico di amministrazione e controllo.

E una tendenza all'omogeneizzazione del diritto societario si riscontra anche nella *propensione dei legislatori nazionali ad aperture comparatistiche*. Significativo, ad esempio, l'intervento del legislatore italiano che, con la riforma del diritto societario, ha introdotto, accanto al modello tradizionale, i due sistemi alternativi di *governance*, il sistema dualistico e il sistema monistico. Pur nel quadro di un dibattito acceso⁴, ri-

tore, a cura di Carcano, Mosca, Ventoruzzo, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia 13-14 novembre 2015, *Collana della Rivista delle Società*, Milano, 2016, 149 ss.; MONTALENTI, *Harmonization and regulatory competition, State regulation and Freedom of Contract, Institutionalism and Contractualism in Corporate Law*, in AA.VV., *Regole del mercato e mercato delle regole, Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, cit., 81 ss.; AA.VV., *Unione Europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra stati*, a cura di Montalenti, Convegno di studio Fondazione CNPDS – Fondazione Courmayeur, Courmayeur, 19-20 settembre 2014, Milano, 2016, 91 ss.; ID., *Il diritto societario riformato nel quadro europeo*, in AA.VV., *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, Atti del convegno di Courmayeur, 20-21 settembre 2013, Milano, 2014, 13 ss.; AA.VV., *Profili attuali di diritto societario europeo*, a cura di Ferri jr. e Stella Richter jr., Milano, 2010; SANTELLA, *Prospettive del diritto societario europeo*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, 770 ss.; AA.VV., *Diritto societario comparato*, a cura di Enriques, Bologna, 2006; DRAETTA-POCAR, *La società europea. Problemi di diritto societario comunitario*, Milano, 2002; FIMMANÒ, *Armonizzazione comunitaria del diritto societario*, Napoli, 1991.

² GRUNDMANN, *European Company Law*, 2^a ed., Cambridge, Antwerp, Portland, 2012.

³ Ho svolto, in argomento, alcune considerazioni, in *Società per azioni corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 9 ss.

⁴ Ho trattato il tema in *Il modello dualistico: alta amministrazione e funzioni di controllo tra autonomia privata e regole imperative*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 689 ss.

tengo che la scelta, quanto meno di “metodo”, debba salutarci con favore.

Dall'altro lato, vi sono tuttavia ampi settori del diritto societario rispetto ai quali il processo di armonizzazione si è arenato. Mi riferisco all'azione dello *High Level Group of Company Law Experts* per il raggiungimento del c.d. *level playing field* all'insegna del principio *one share-one vote* a cui non sono seguiti risultati significativi: anche la materia dei gruppi piramidali e dei c.d. *Control Enhancement Mechanisms* (sindacati di voto, voto plurimo, ecc.) è rimasta affidata ai diritti nazionali.

Altra materia che sino ad oggi non è ancora stata oggetto di armonizzazione è quella del *governo societario* in senso stretto: la V Direttiva sui sistemi di amministrazione è rimasta per oltre vent'anni a livello di progetto ed è stata poi formalmente ritirata, per una ragione peculiare e cioè la difficoltà di trovare un ragionevole equilibrio tra armonizzazione e conservazione delle specificità nazionali in tema di partecipazione dei lavoratori agli organi societari (e aziendali) di gestione dell'impresa, tema peraltro sempre oggetto di attenzione da parte del legislatore europeo, quanto meno sotto il profilo dei diritti di informazione dei lavoratori⁵. Significativo, ad esempio, che una previsione espressa sul punto sia contenuta nello Statuto di Società Europea: vi è da domandarsi se essa non abbia rappresentato una delle ragioni del sostanziale fallimento dell'istituto.

Ed infine anche la materia dei *gruppi di società*, in particolare sotto il profilo della responsabilità della capogruppo, se pur oggetto di una proposta di IX Direttiva, è rimasta ancora priva di una disciplina uniformata. Come si dirà poco oltre, l'*Action Plan 2013-2015* contiene un'indicazione (per il vero di larga massima) per la codificazione dell'interesse di gruppo ma ad oggi la materia è ancora appannaggio dei legislatori nazionali.

2. Il diritto societario italiano tra armonizzazione e asimmetrie regolatorie.

Alla parzialità dell'armonizzazione si aggiunge la questione del fenomeno, in questo quadro, della concorrenza tra ordinamenti, “canonizzata” dalla Corte di Giustizia a partire dalla sentenza *Centros*.

La decisione nel caso *Centros* del 1999⁶ ha segnato un punto di svolta con il passaggio dalla *real seat doctrine* all'*incorporation doctrine*, consolidato con le pronunce

⁵Si vedano, in argomento, BIASI, *Il nodo della partecipazione dei lavoratori in Italia*, Milano, 2013; VELLA, *L'impresa e il lavoro: vecchi e nuovi paradigmi della partecipazione*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1120 ss.; DE FERRA, *La partecipazione dei lavoratori alla gestione delle aziende (rectius delle imprese)*, in *Riv. soc.*, 2015, 1298 ss.

⁶Si tratta di Corte Giust., 9 marzo 1999, causa C-212/97, *Centros Ltd. c. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*. Per una rivisitazione della materia con puntuali riferimenti alle decisioni successive ricordate nel testo di vedano *ex multis* ARMOUR-RINGE, *European Company Law 1999-2010: Renaissance and Crisis*, in *Common Market Law Review*, 48, 2011, 125-174, ed inoltre GHETTI, *Il problema delle forme societarie europee tra unificazione, armonizzazione e concorrenza*, in *Riv. soc.*, 2016, 521 ss. e spec. a 523 e 561 ss.; ENRIQUES-ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Riv. soc.*, 2016, 775 ss. e spec. a 781 ss.

successive nel caso *Überseering* e nel caso *Inspire Art*⁷.

Ma la giurisprudenza della Corte lascia due questioni aperte: una di diritto vivente e l'altra di interpretazione sistematica.

Le decisioni ricordate lasciano infatti aperta la possibilità per le legislazioni nazionali di vietare condotte qualificabili come *abuso del diritto*, purché le limitazioni non siano discriminatorie, rispondano ad un pubblico interesse, siano efficaci per perseguire l'obiettivo prefissato, non siano sproporzionate negli effetti.

Questa riserva pone, a mio parere, delicati problemi interpretativi sia nel senso di comprendere se le limitazioni debbano essere espresse o possano evincersi dal sistema sia nel senso di individuare quali possano essere gli interessi pubblici idonei a legittimare la limitazione.

Credo che il problema principale si ponga, in concreto, sul terreno della legislazione fiscale e, se pure in subordine, di diritto del lavoro.

Lasciamo agli esperti di settore la parola in argomento⁸.

Sul piano sistematico si tratta di comprendere se la concorrenza regolatoria stimoli un fenomeno virtuoso di progressivo adeguamento verso le regole maggiormente apprezzate dalle imprese e dal mercato o se induca invece derivate pericolose di "*race to the bottom*".

In un quadro di concorrenza limitata, in quanto comunque astretta dal sistema delle direttive, e non già di concorrenza "selvaggia" secondo modelli ispirati alle teorie (poi in parte "mitigate") di Easterbrook e Fischel⁹, ritengo che il fenomeno possa produrre piuttosto effetti positivi.

L'ordinamento italiano scontava, ad esempio, uno svantaggio da asimmetria regolamentare. Alludo al tema del *voto plurimo*. L'istituto, oggetto di divieto nel nostro ordinamento dal codice civile del 1942 alla riforma del diritto societario – in cui ha costituito l'ultimo baluardo nel processo di detipicizzazione del titolo azionario – è vigente da tempo, per contro, in molti ordinamenti, anche europei, dalla Francia, all'Olanda, ai paesi scandinavi. Lo strumento meritava quindi un'attenta riflessione non solo per le applicazioni che hanno attirato l'attenzione anche della stampa non specializzata ma perché ampiamente diffuso¹⁰ e anche perché, come ebbi a segnalare

⁷ La sentenza C-212/97, *Centros* e la sentenza C-167/01, *Inspire Art*, sono state oggetto, tra gli altri, dei seguenti scritti: LOMBARDO, *Libertà di stabilimento e mobilità delle società in Europa*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2005, 6, II, 353-379 ss.; nonché in COLANGELO, *Da Centros a Inspire Art. Libertà d'impresa e competizione regolamentare nella più recente giurisprudenza comunitaria*, in *Contr. impr./Europa*, 2003, 1220 ss. La sentenza C-208/00 "*Überseering*" è reperibile in *Giur. it.*, 2003, 4, 703 e ss., con nota di COSCIA, *La teoria della sede effettiva o Sitztheorie e la libertà di stabilimento societario*.

⁸ Si veda, ad esempio, sul primo profilo L. SALVINI, *Diritto societario e diritto tributario: dieci anni dalle riforme*, in CENTRO NAZIONALE DI PREVENZIONE E DIFESA SOCIALE, *Il diritto societario riformato: bilancio di un decennio e prospettive in un quadro europeo*, cit., 67 ss.

⁹ Si veda EASTERBROOK-FISCHEL, *L'economia delle società per azioni: un'analisi strutturale*, trad. it. a cura di Scalia, Milano, 1996.

¹⁰ Si segnalano i casi Ford, Vuitton, Google, Amazon, Facebook oltre alla opzione olandese di Fiat-Chrysler: cfr. BERTOLDI, *Come si può (e perché) pesare le azioni oltre a contarle*, in *Il Sole 24 Ore*, 13 febbraio 2014, 16.

a suo tempo¹¹ e come un successivo accurato studio della Consob¹² ci conferma, è stato un terreno su cui la “concorrenza ineguale” rischiava di creare asimmetrie nel funzionamento dei mercati.

Il d.l. n. 91/2014 ha inteso superare, se pur parzialmente, questa asimmetria introducendo l'istituto, tuttavia non equivalente, del “premio di fedeltà” per le società quotate; la legge di conversione (l. 11 agosto 2014, n. 116) ha ammesso le azioni a voto plurimo, come categoria, nelle società non quotate con un massimo di tre voti per azione (e vedi art. 2351, 4° comma, c.c.) ma anche in quelle di nuova quotazione: tema su cui dirò poco oltre¹³.

In conclusione, pur con i limiti in settori non certo marginali (si pensi ai sistemi di amministrazione e controllo e ai gruppi) nonché nel quadro delle asimmetrie ora segnalate, si può affermare che il diritto societario nei diversi ordinamenti europei ha raggiunto un grado apprezzabile di uniformità per cui può, a buon diritto, ritenersi che il sintagma *diritto societario europeo* sia una formula espressiva di contenuti normativi e effettivi e non una mera aspirazione programmatica.

E si vedano ancora le Direttive *Shareholders' Rights* di cui si dirà poco oltre¹⁴.

3. Il diritto dei mercati finanziari e il diritto bancario. Cenni.

Il *diritto dei mercati finanziari* ha stentato maggiormente ad imboccare la strada dell'armonizzazione. È vero che negli ultimi anni (dopo le direttive Eurosif che hanno introdotto definitivamente il modello anglosassone che vede il mercato mobiliare come scelta imprenditoriale e non come prodotto dell'atto di autorità) con la direttiva sull'*insider trading* (28 gennaio 2003, n. 2003/6/CE) abrogata dal Reg. (UE) n. 596/2014, la direttiva sul *prospetto* (4 novembre 2003, n. 2003/71/CE) (abrogata dal Reg. (UE) 2017/1129 relativo al prospetto da pubblicare per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato), la direttiva *MiFID* (*Markets in Financial Instruments Directive*), ora MiFid II, in merito alla quale si veda poco oltre, la direttiva *Transparency* (15 dicembre 2004, n. 2004/109/CE), modificata dalla Direttiva del 22 ottobre 2013, n. 2013/50/CE, ed infine la Direttiva *Opa* (21 aprile 2004, n. 2004/25/CE), come in ultimo modificata, un considerevole cammino è stato fatto.

Venendo agli interventi più recenti mi limito (per necessità di sintesi) a ricordare la riforma del Reg. (CE) n. 1060/2009, approvata con il Reg. (UE) n. 462/2013 e la Direttiva 2013/14/UE del 21 maggio 2013, che ha attribuito all'ESMA la vigilanza sulle agenzie di *rating* e introdotto disposizioni innovative in materia di responsabilità civile delle stesse.

¹¹ MONTALENTI, *Società per azioni, corporate governance e mercati finanziari*, Milano, 2011, 33 ss.

¹² CONSOB, *La deviazione dal principio “un'azione-un voto” e le azioni a voto multiplo*, a cura di Alvaro, Ciavarella, D'Eramo, Linciano, in *Quaderni giuridici*, n. 5, gennaio 2014, in www.consob.it.

¹³ Vedi *infra*, § 7.

¹⁴ Cfr. *infra*, § 8.

Segnalo ancora la Direttiva 2014/65/UE del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari, il già menzionato Reg. (UE) n. 596/2014 del 16 aprile 2014, relativo agli abusi di mercato e, soprattutto, la Direttiva 2014/57/UE del 16 aprile 2014, relativa alle sanzioni penali in caso di abusi di mercato, che dovrebbe consentire di distinguere con chiarezza reati e illeciti amministrativi in questa delicata materia¹⁵.

Si vedano ancora il Reg. (UE) 2016/1011 (*Benchmark Regulation*), modificato dal Reg. (UE) 2019/2089; il Reg. (UE) 2019/2088 relativo all'informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari; il Reg. (UE) 2020/852 (*Taxonomy Regulation*).

È anche vero però che il processo di armonizzazione è complesso e ancora parziale: si pensi alla XIII direttiva sull'OPA e al compromesso in tema di reciprocità operante anche in ambito europeo e non soltanto nei confronti di altri ordinamenti come l'ordinamento nordamericano dove, in effetti, lo spazio per le tecniche difensive attuate non già dall'assemblea bensì dal *Board*, è amplissimo.

E la crisi finanziaria ha messo in luce quanto complesso sia l'obiettivo di una maggiore uniformazione in particolare sul piano di una regolazione sovranazionale dei mercati: il traguardo di un'*Autorità Europea di Vigilanza sui Mercati finanziari* non è ancora raggiunto, anche se un passo significativo è stato compiuto sul piano del coordinamento tra Autorità di vigilanza nazionali.

Più avanzato il processo di uniformazione in materia bancaria¹⁶, dove la vigilanza centralizzata nella Banca Centrale Europea, pur con la collaborazione delle Banche Centrali nazionali, è una realtà operativa.

E un notevole impulso all'armonizzazione è stato impresso, nelle società quotate, dai *Codici di Autodisciplina*: una conferma del loro ruolo tutt'altro che marginale, come si evince, da ultimo, dal nuovo *Codice di Corporate Governance*, approvato in Italia nel 2020¹⁷.

4. Il diritto assicurativo¹⁸.

Il diritto assicurativo è talvolta considerato una "normativa settoriale" caratterizzata da forti elementi di specializzazione e quasi rinchiusa in un "*hortus clausus*" riservato agli esperti interessati alla materia.

¹⁵ D'obbligo il riferimento al caso Grande Stevens, su cui si veda l'ampio saggio di M. VENTURIZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens* e altri c. Italia, in *Riv. soc.*, 2014, 693 ss. Anche per altri riferimenti si veda MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la Sentenza Cedu*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 478 ss.

¹⁶ Si vedano CAPRIGLIONE, *L'unione bancaria europea. Una sfida per un'Europa più unita*, Torino, 2013; LAMANDINI, *Il diritto bancario dell'Unione, in Banca, borsa, tit. cred.*, 2015, I, 423 ss.

¹⁷ Rinvio, sul punto, a quanto ho scritto in *Società quotate, mercati finanziari e tecniche di regolazione*, in AA.VV., *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, a cura di Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2010, 437 ss., ora anche in MONTALENTI, *Società per azioni*, cit., 1 ss. Sul nuovo codice di autodisciplina sia consentito il rinvio al mio scritto *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 39 ss., ove riferimenti.

¹⁸ In argomento sia consentito il rinvio a MONTALENTI, *Insurance Law and Corporate Governance in Europe: a general overview*, in *Assicurazioni*, 2021, 1, 9 ss.

Insomma, una sorta di “territorio riservato”, in qualche modo marginale rispetto ad altri segmenti dell’ordinamento. Si tratta di una categorizzazione fallace del diritto assicurativo, che, come confermato da diversi esempi relativi a questioni di governo societario, ha un valore generale e sistematico che deve essere adeguatamente apprezzato.

In tema di *corporate governance*, ad esempio, si segnala che contributi significativi all’evoluzione del sistema, con una visione espansiva della legge speciale sul diritto societario generale, sono stati forniti non solo dal diritto bancario ma anche dal diritto assicurativo. In Italia, ad esempio, il Regolamento ISVAP n. 20/2008 (poi il Regolamento IVASS n. 38 del 3 luglio 2018) ha previsto l’adozione da parte del Consiglio di Amministrazione di un regolamento volto a disciplinare il coordinamento tra gli organi sociali e le procedure di controllo, anticipando la soluzione poi adottata nel 2011 dal Codice di Autodisciplina di Borsa Italiana (e successivamente confermata nelle successive versioni del Codice sino al *Codice di Corporate Governance* del 2020).

Si può quindi affermare che il diritto assicurativo non si limita alla specialità del settore, ma pone problemi e ricerca soluzioni ricche di implicazioni sistematiche e con potenziali ripercussioni sugli istituti generali.

Per quanto riguarda i *contratti assicurativi*, si pone un problema generale in tutti gli ordinamenti, non solo in Europa (ad esempio anche in Sud America) e cioè quale sia il rapporto tra “clausole speciali” di carattere generale, cioè prima di tutto le clausole di tutela dettate dal diritto dei consumatori e le “clausole speciali di settore” o le clausole di tutela del “consumatore-assicurato” e quale sia il rapporto tra di esse e le clausole generali delle regole contrattuali (buona fede ecc.).

Il tema è particolarmente rilevante perché, pur in presenza di numerosi e talvolta ridondanti requisiti normativi, la soluzione dei problemi spesso poggia, in ultima istanza, sulle clausole generali di diligenza e correttezza nell’esecuzione del contratto, a dimostrazione che l’eccesso di regole analitiche deve essere corretto risalendo ai principi generali, fermo restando però il rapporto di dialettica integrativa.

Si pensi, poi, in particolare, alla normativa comunitaria in materia di *mercato assicurativo*, dove il diritto di stabilimento (art. 49 TFUE) e la libera prestazione dei servizi (LPS) assumono, secondo la *communis opinio*, valenza costituzionale e hanno trovato una progressiva e sempre più puntuale attuazione nel passaggio dalla prima Direttiva alle successive Direttive, volte a garantire la LPS in vista della creazione di un mercato unico europeo dei servizi assicurativi.

In materia di *Vigilanza*, l’attenzione è stata generalmente focalizzata sul tema dell’Unione Bancaria Europea e della vigilanza unica, ma la materia presenta profili simili di pari rilievo anche nel settore assicurativo. L’adozione formale della Direttiva *Omnibus II*, sulla quale i legislatori degli Stati membri hanno trovato un accordo politico nel novembre 2013, segna il passaggio alle nuove regole prudenziali in campo assicurativo. Dal 1° gennaio 2016 si applica il quadro normativo denominato *Solvency II*.

L’obiettivo del nuovo regolamento è aumentare l’efficacia della vigilanza. In particolare, in ciascuna voce dell’attivo e del passivo verranno introdotti indicatori di rischio implicito, al fine di aumentare la tempestività degli interventi e *standard* di *governance* più elevati per garantire un’efficace gestione interna del rischio quale prima condizione per la solvibilità delle società. In tale ambito l’EIOPA (Associazione Europea delle Assicurazioni e del Lavoro) ha elaborato delle Linee-guida che l’Autorità di Vigilanza italiana, IVASS, ha deciso di recepire al fine di favorire un progressivo

adeguamento al nuovo regime. In particolare, le imprese di assicurazione sono tenute ad apportare modifiche agli assetti di governo societario, con riguardo alla valutazione prospettica dei rischi di pianificazione e *reporting* del capitale. In questo contesto IVASS sta fornendo una “Guida alla vigilanza” basata su un processo di controllo di vigilanza interattivo e integrato (*Supervisory Review Process, SRP*) finalizzato ad esprimere un giudizio motivato sul rischio aziendale. Nella futura prospettiva *risk-oriented*, assumerà un’importanza centrale la vigilanza sull’adeguatezza del patrimonio e sul sistema di *governance* delle imprese di assicurazione. L’Autorità intende inoltre promuovere due progetti nell’ottica della tutela del consumatore: l’indagine sui premi effettivi RC Auto (IPER), indagine campionaria trimestrale a fini statistici realizzata con la collaborazione di tutte le imprese e l’ANIA, iniziativa unica in Europa; la creazione dell’archivio integrato antifrode (AIA).

Data l’importanza del mercato assicurativo, che è parte integrante del mercato finanziario, l’uniformazione europea della vigilanza costituisce certamente un elemento significativo nella globalizzazione delle regole, almeno a livello di sistema federale.

Il diritto delle assicurazioni ha poi registrato recenti sviluppi verso un’armonizzazione europea in materia di *corporate governance*.

Da un lato attraverso l’attuazione di *Solvency II* e, in particolare, in materia di governo societario attraverso l’attività dell’EIOPA con l’emanazione delle Linee Guida; dall’altro attraverso l’evoluzione comune dei sistemi nazionali.

Poiché molte compagnie di assicurazione sono società quotate, un ruolo importante è stato svolto dai codici di autoregolamentazione. A partire dal *Cadbury Code* adottato in Gran Bretagna dal 1992, retto dal principio “*comply or explain*”, tutte le borse europee hanno adottato Codici di autodisciplina con principi analoghi in materia di (i) ruolo degli Amministratori, (ii) funzioni di controllo, (iii) *Risk management*.

In materia assicurativa, di là dalle differenze nazionali, i punti comuni possono essere così sintetizzati:

- i) *Fitness and Property* dei Consiglieri;
- ii) Centralità delle funzioni di vigilanza;
- iii) ruolo di gestione del rischio rafforzato;
- iv) Maggiore rilevanza della Responsabilità Sociale d’Impresa.

Abbiamo diversi esempi.

Come sopra descritto, in Italia il Reg. IVASS n. 38/2018 ha introdotto regole innovative per il coordinamento tra l’Organismo di Vigilanza e l’organo di controllo al fine di segnalare anomalie e reagire tempestivamente al fine di introdurre idonee misure correttive.

In Germania, l’obbligo di svolgere le quattro funzioni principali – funzione indipendente di gestione dei rischi, funzione di *compliance*, funzione attuariale e funzione di *audit* – è caratteristica esclusiva dell’area assicurativa (e bancaria).

In Gran Bretagna le regole della *Supervisory Regulatory Authority* (PRA) (attualmente *Bank of England*) e le regole e le Linee-Guida della *Financial Conduct Authority* (FCA) richiedono agli assicuratori di mantenere efficaci sistemi di *governance* e funzioni chiave di gestione del rischio, adeguatezza e correttezza del consiglio di amministrazione, ruolo degli amministratori non esecutivi, regole di comportamento (imposte dal PRA), regole sui gruppi societari; pilastri dunque di un sistema di *governance* rafforzato.

In sintesi, il diritto assicurativo sul governo societario è un settore che da un lato merita ancora un'evoluzione: sono auspicabili alcuni miglioramenti, ovviamente con le differenze tra i diversi Stati, ad esempio rispetto alla funzione attuariale, difficoltà per gli assicuratori più piccoli, parità di genere e principio di proporzionalità. Il diritto assicurativo sul governo societario è però anche un ambito ricco di suggerimenti e soluzioni innovative, in particolare nel campo dei sistemi di controllo, che potrebbe essere esteso anche a tutte le imprese.

5. *Diritto societario armonizzato e interpretazione.*

Può dirsi anche consolidato, nel corso del tempo, un orientamento condiviso sul rapporto tra diritto europeo e diritti nazionali e sull'interpretazione del diritto societario armonizzato¹⁹.

Applicazione diretta delle norme europee – regolamenti e direttive di univoca interpretazione – e self-restraint degli ordinamenti nazionali; priorità del diritto europeo anche sul diritto costituzionale interno; obbligo di interpretare la legge nazionale nel modo più conforme alla direttiva, sono principi consolidati nella giurisprudenza europea e nella giurisprudenza costituzionale italiana.

Sul terreno dell'interpretazione può condividersi l'idea che le norme interne armonizzate acquistano una rigidità e una valenza diversa da quelle che si è soliti attribuire alle leggi ordinarie²⁰; che sussista il primato dell'interpretazione più fedele al testo della direttiva e che prevalga pertanto, nell'interpretazione delle norme armonizzate, il criterio teleologico, rispetto, ad esempio, al criterio sistematico interno.

Più incerto invece, a mio parere, il rapporto tra i diritti nazionali e quindi il ruolo della comparazione.

6. *Diritto societario interno e comparazione.*

La comparazione quale strumento di interpretazione del diritto commerciale e del diritto societario trova un primo, generale, fondamento nella naturale transnazionalità di questo segmento dell'ordinamento.

Assunto consolidato dal tempo dei maestri del secolo passato che non richiede particolari argomentazioni.

¹⁹ È qui d'obbligo il riferimento al pregevole saggio di LUTTER, *Die Auslegung angeleglichenen Rechts*, in *Juristen Zeitung*, 1992, 593 ss. e all'ottimo lavoro di WEIGMANN, *L'interpretazione del diritto societario armonizzato nell'Unione Europea*, in *Contr. impr./Europa*, 1996, 487 ss.

²⁰ Così WEIGMANN, *op. ult. cit.*, 490; e già DENOZZA, *Le società*, in *I cinquant'anni del codice civile*, Atti del Convegno di Milano 4-6 giugno 1992, vol. I, Milano, 1993, 321 ss. Così anche FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea: principi generali e ricadute comunitarie*, in *Riv. soc.*, 1994, 426 ss., specie 432.

Per una circoscrizione più puntuale dei termini e del metodo di utilizzazione del materiale comparatistico ai fini della lettura del diritto interno, qualche precisazione è opportuna.

Si è autorevolmente²¹ sostenuta – sulla scia di opinioni già formulate in dottrina²² – la legittimità di utilizzare il diritto straniero sia come (i) strumento di interpretazione e ricostruzione del diritto interno sia come (ii) strumento per colmare le lacune del sistema.

Credo che l'assunto sia condivisibile, ma in forma gerarchicamente graduata.

Il diritto straniero può essere utilizzato in *forma diretta* quando è fonte di ispirazione di una norma europea attuata in altro ordinamento: penso, ad esempio, al divieto di assistenza finanziaria, che trae fonte ispiratrice dal diritto inglese²³.

Il diritto straniero può essere applicato in *forma attenuata* per interpretare norme non armonizzate ma di puntuale derivazione da istituti stranieri: penso, ad esempio, alla persona giuridica amministratore di società, espressamente disciplinata nel diritto francese o all'esclusione del socio nella s.r.l., istituto disciplinato nel diritto spagnolo.

Non ritengo invece condivisibile la tesi, elaborata da Pizzorusso e condivisa da Portale, secondo cui il diritto straniero può svolgere una funzione diretta per colmare le lacune in forza di un *diritto transnazionale* che esprimerebbe i principi giuridici fondamentali suscettibili di essere accettati nei diversi ordinamenti.

L'applicazione di principi generali – correttezza e buona fede, parità di trattamento, abuso della persona giuridica, ecc. – è operazione ermeneutica ben diversa dall'utilizzo del diritto straniero per colmare il diritto interno.

Due esempi. Ben può ricorrersi alla giurisprudenza in tema di *Durchgriff* o di *lifting the corporate veil* per risolvere problemi in tema di abuso della personalità giuridica.

Quanto invece all'obbligo di prevedere in statuto gli atti obbligatoriamente soggetti all'autorizzazione del consiglio di sorveglianza nel modello dualistico, non credo che esso possa ritenersi sussistente, come afferma, se bene intendo, Portale, in applicazione del § 111, *Abs.4, AktG*; soltanto un intervento legislativo, che ho, peraltro, da tempo anch'io auspicato, potrebbe colmare la lacuna.

La tesi qui confutata conduce infatti, a mio parere, ad un rischio di arbitrio ermeneutico non facilmente controllabile.

7. Diritto societario europeo: prospettive.

Armonizzazione o concorrenza tra ordinamenti?

Ritengo che anche dopo il caso *Centros* (e la successiva giurisprudenza europea) prevalga l'armonizzazione, non tanto o non solo nel senso di una omogeneizzazione "quantitativamente" prevalente, quanto piuttosto perché anche la concorrenza rego-

²¹ Da PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss.

²² Si vedano, nello scritto di Portale, i puntuali riferimenti.

²³ Riscontra invece una rinazionalizzazione del diritto WEIGMANN, *op. ult. cit.*

lamentare è uno stimolo alla uniformazione²⁴. La riforma della *GmbH* in Germania è una conseguenza della *regulatory competition* attuata con il ricorso da parte delle imprese tedesche alla *Limited company* per fruire del vantaggio consistente nell'assenza di limiti minimi al capitale sociale.

A mio parere il fenomeno più significativo è la progressiva osmosi tra diritti nazionali che si realizza con (i) l'armonizzazione attraverso le direttive, (ii) la giurisprudenza della Corte di giustizia, (iii) l'impiego del diritto comparato nell'interpretazione della norma interna, nei termini (e nei limiti) sopra precisati e (iv) l'adeguamento spontaneo dei diritti nazionali a regole e principi affini.

Si è spesso denunciata una subordinazione del diritto italiano ai modelli stranieri.

Nel prossimo futuro potremmo assistere ad un'inversione.

Nell'*Action Plan* 2013-2015 si prevede l'introduzione di una direttiva in materia di gruppi di imprese mirata, essenzialmente, a trovare un punto di equilibrio codificato tra la legittimazione del perseguimento di un interesse di gruppo e la protezione dell'interesse sociale (e in particolare degli azionisti esterni e dei creditori) delle singole società.

A fronte di discipline straniere sostanzialmente silenti, arricchite da qualche spunto giurisprudenziale – penso alla c.d. dottrina Rozenblum in Francia – la regolamentazione italiana dell'abuso di direzione unitaria incentrata sul c.d. criterio dei vantaggi compensativi²⁵ potrebbe rappresentare un significativo punto di riferimento.

Per converso sul terreno dell'"armonizzazione diretta" un affinamento – come ho chiarito – dei sistemi dualistico e monistico, alla luce dei modelli angloamericani e renano, potrebbe rappresentare una tappa non irrilevante nel processo di globalizzazione delle regole che nell'Unione Europea ha registrato consistenti sviluppi e nel quale positivamente la riforma del diritto societario si inserisce.

Per ora il legislatore europeo sembra indirizzato verso altri obiettivi.

Mi limito a segnalare la proposta di Direttiva della Commissione del 10 aprile 2014, (proposta poi ritirata) relativa alle Società a responsabilità limitata con un unico socio e la Direttiva 2017/828/UE che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, la Direttiva 2013/34/UE s.m.i. per quanto riguarda taluni elementi della relazione del governo societario nonché la Direttiva 2019/1151/UE che modifica la Direttiva 2017/1132/UE per quanto concerne l'uso di strumenti e processi digitali nel diritto societario.

La proposta per l'introduzione della *Societas Unius Personae* (SUP), semplificata nel capitale sociale (di almeno 1 EUR), con decisioni del socio unico tassativamente indicate ma con diritto di istruzione agli amministratori e amministrazione senza par-

²⁴ Diversamente ENRIQUES-ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo*, cit., 789 ss.

²⁵ Sia consentito il rinvio alla proposta che ebbi a formulare, in via interpretativa, prima della riforma; suggerimento poi accolto dal legislatore: MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in AA.VV., *I gruppi di società*, Atti del Convegno Internazionale di Studi, Venezia 16-17-18 novembre 1995, vol. III, Milano, 1996, 1627 ss., pubblicato anche in *Giur. comm.*, 1995, I, 710 ss.; tesi sviluppata in seguito in ID., *Direzione e coordinamento nei gruppi societari: principi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2007, 317 ss.

In argomento si vedano, per tutti: TOMBARI, *Diritto dei gruppi di imprese*, Milano, 2010; SBISA (a cura di), *Direzione e coordinamento di società*, in *Commentario alla riforma del diritto societario*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, Milano, 2012.

ticolari vincoli poteva essere un utile strumento e per l'esercizio dell'impresa individuale a responsabilità limitata e come società infragruppo²⁶ ma è stata in seguito, come si è detto, ritirata.

La seconda può rappresentare un utile strumento per favorire una più efficace dialettica tra investitori istituzionali e amministratori ad incentivare quindi strategie di investimento *long term oriented*, fonte di potenziale stabilità per l'impresa e quindi di una gestione più efficiente, che corrisponde del resto anche all'orientamento attuale di diversi investitori professionali²⁷.

8. *Diritto italiano e diritto europeo. Un esempio: voto plurimo o premio di fedeltà?*

Come si è osservato, pur nel processo di "detipicizzazione generalizzata" dell'azione operata dalla riforma del diritto societario, il "tabù" del voto multiplo, di origine ottocentesca, non era stato scalfito.

Probabilmente anche a seguito delle scelte di delocalizzazione di importanti gruppi italiani – il riferimento al caso Fiat è d'obbligo – il legislatore italiano ha ritenuto di intaccare il principio.

Il percorso seguito dal legislatore è mutato dal decreto legge alla legge di conversione.

Originariamente il d.l. 24 giugno 2014, n. 91, all'art. 20 si era limitato – inserendo nel TUF l'art. 127 *quinquies* – ad introdurre la maggiorazione del voto, cioè la possibilità di attribuire statutariamente un "premio di fedeltà" – in ragione di un "massimo di due voti" – per chi detenesse le azioni per almeno 24 mesi dell'inserimento in apposito elenco.

La legge di conversione – l. 11 agosto 2014, n. 116 – ha confermato che la maggiorazione del voto non attribuisce alle azioni la caratteristica di "*categoria speciale*" ma per le società non quotate ha consentito (con la modifica dell'art. 2351) "*la creazione di azioni con diritto di voto plurimo anche per particolari argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative*" con "*un massimo di tre voti*"²⁸.

L'innovazione più significativa, rispetto al decreto legge, consiste nella possibilità di mantenere le caratteristiche delle azioni a voto plurimo anche in caso di quotazione, qualora esse siano "*emesse anteriormente all'inizio delle negoziazioni in un mercato regolamentato*" (art. 127 *sexies*, 2° comma, TUF).

L'istituto può in effetti favorire la quotazione di medie di imprese riconoscendo al gruppo di controllo un premio (in termini di voto maggiorato) a compensazione della messa a disposizione del mercato di un "patrimonio imprenditoriale" creato dalla ini-

²⁶ Si veda il commento di MALBERTI, *La proposta di direttiva sulla Societas Unius Personae: una nuova strategia per l'armonizzazione del diritto societario europeo?*, in *Riv. soc.*, 2014, 848 ss.

²⁷ In argomento vedi *infra*, § 8.

²⁸ Mi ero espresso per una piena legittimazione dell'istituto in *Il diritto societario a dieci anni dalla riforma: proposte di restyling*, in *Nuovo dir. soc., Italia Oggi*, 2014, 11, 7 ss.

ziativa ideale, industriale e finanziaria dei fondatori. Perché consentirlo soltanto per le società di nuova quotazione e non lasciare al mercato la valutazione della convenienza di un investimento destinato a rimanere di carattere finanziario lasciando il potere ai fondatori? Non si rischia di creare una frattura tra società quotate?

Il progressivo appannarsi del principio del *market egalitarianism* come fondamento dell'opa obbligatoria, probabilmente perché si è implicitamente ammesso che la spartizione del premio di controllo con chi non ha contribuito alla sua formazione non può essere considerato un valore assoluto, pare a me un valido argomento per consentire la creazione di categorie di azioni a potere rafforzato.

Il mercato è in grado di valutare.

Sezione II

La nuova società per azioni: quali prospettive nel quadro europeo?

9. Longtermism, interessi degli stakeholder, fattori ESG.

La società per azioni, in particolare la società quotata²⁹, nel quadro internazionale, ha registrato – nella prassi, nei codici di autodisciplina, nella *soft law*, nella normativa primaria e secondaria, nazionale e sovranazionale – plurimi mutamenti che impongono alla dottrina economica e giuridica³⁰ un'analisi approfondita e articolata e una riflessione attenta sugli interrogativi che uno scenario indiscutibilmente mutato pone agli interpreti.

La questione di fondo, che peraltro ha già registrato nel dibattito in corso opinio-

²⁹ Le riflessioni che seguono sono in parte tratte da altri miei scritti: MONTALENTI, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in AA.VV., *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di Costa, Mirone, Pennisi, Sanfilippo, Vigo, vol. II, *Impresa, società, crisi d'impresa*, t. II, Torino, 2021, 67 ss.; ID., *Lezione aperta. L'Università e il diritto commerciale, oggi. L'evoluzione della società per azioni: quali prospettive?*, in *Orizz. dir. comm.*, 2021, 1107 ss.; ID., *La nuova società quotata: quali prospettive?*, in AA.VV., *La nuova società quotata. Tutela degli stakeholder, sostenibilità e nuova governance*, Atti Convegno Courmayeur, 9 aprile 2021, in *Quaderni di Giur. comm.*, a cura di Montalenti, Notari, Milano, 2022 ed anche in *Riv. dir. comm.*, 2022, 1 ss.

³⁰ In argomento si vedano sin d'ora due opere generali: ROLLI, *L'impatto dei fattori ESG sull'impresa. Modelli di governance e nuove responsabilità*, Bologna, 2020; CATERINO-INGRAVALLO, *L'impresa sostenibile. Alla prova del dialogo dei saperi*, Dialogi Europae, EURI-CONV-Italia, Lecce, 2020. Si vedano altresì MONTALENTI, *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 2022, 9 ss. e, anche con riferimento alle recenti modifiche costituzionali nell'ordinamento italiano, con la modifica degli artt. 9 e 41 Cost., CERRATO, *Appunti per una "via italiana" all'ESG: l'impresa "costituzionalmente solidale" (anche alla luce dei "nuovi" artt. 9 e 41, comma 3 Cost.)*, in corso di pubblicazione, in *AGE*, 2022.

ni anche significativamente distanti, consiste nel dilemma tra chi è orientato in un senso fortemente pessimistico³¹ e chi, per contro, vede il futuro segnato da profondi cambiamenti³².

Prospettiva *long term*, considerazione degli interessi degli *stakeholder*, sostenibilità ambientale, sociale e di *governance* (i fattori ESG) costituiscono obiettivi di amplissimo respiro, prospettive progettuali non di breve termine, assunti assiologici che sono fortemente condizionati dall'evoluzione, peraltro differenziata, del sistema economico e dei contesti politici.

Conseguentemente, sul più specifico terreno dell'ermeneutica giuridica, è compito dell'interprete tentare di precisare principi generali o clausole generali o, più semplicemente, fattispecie ad ampio spettro, esplorando la possibilità di individuare elementi costitutivi più puntuali, specifici, circoscritti o quanto meno la pluralità di declinazioni concrete che le stesse possono assumere. Si pensi, ad esempio, alla specificazione della c.d. prospettiva *long term*, al significato da attribuire all'espressione "tenere in considerazione gli interessi degli stakeholder" oppure al sintagma "obiettivi di governance".

In terzo luogo si deve prendere in considerazione l'evoluzione normativa in questa materia che, come avrà modo di mettere in luce, è effettivamente articolata e diffusa sul piano internazionale: tra *lex* e *rei veritas* non sempre vi è coincidenza ma il confinamento delle norme *in abstractum* non è un approccio metodologico accettabile.

Inoltre il riferimento alla realtà del funzionamento delle società e dei mercati è un elemento essenziale di analisi: si pensi, per evocare fenomeni contraddittori, al ruolo, tutt'altro che marginale, da un lato, dello *high frequency trading* e, per contro, dall'altro lato, alle nuove *policies* degli investitori istituzionali, ad esempio in tema di sostenibilità ambientale, con rischi, tuttavia, di *greenwashing*.

Infine si deve sottolineare l'evoluzione, in particolare in Europa, nell'ultimo quarto di secolo, del ruolo dell'*informazione* e della *trasparenza*³³ nel diritto societario e dei mercati finanziari, che ha assunto un valore cardinale per l'esercizio della funzione di *monitoring* dei soci nei confronti degli amministratori, nella dialettica endoconsiliare, nell'orientamento degli investimenti. Sotto questo profilo anche il mero dovere di *disclosure* – si pensi, ad esempio, alle dichiarazioni non finanziarie (c.d. DNF) – rappresenta un segno di cambiamento.

³¹ Tra gli altri: BEBCHUK-TALLARITA, *Shareholderism versus Stakeholderism – A Misconceived Contradiction. A Comment on "The Illusory Promise of Stakeholder Governance"*, disponibile su https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3617847; ENRIQUES, *The Business Roundtable CEOs' Statement: Same Old, Same Old*, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2019/09/business-roundtable-ceos-statement-same-old-same-old>; VENTORUZZO, *Beware of the Panacea of Stakeholder-friendly Corporate Purposes*, disponibile su <https://www.law.ox.ac.uk/business-law-blog/blog/2020/04/beware-panacea-stakeholder-friendly-corporate-purposes>.

³² Si veda, ad esempio, SKIDELSKY, *The end of efficiency*, December 17, 2020, disponibile su <https://www.project-syndicate.org/commentary/economic-thought-efficiency-versus-sustainability-by-robert-skidelsky-2020-12>.

³³ Sia consentito il rinvio al mio *L'informazione nel diritto commerciale: principi e problemi*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, cit., 41 ss.

10. Verso il neo-istituzionalismo.

Nell'ultimo quarto di secolo il dibattito sull'interesse sociale nel nostro ordinamento è stato particolarmente vivace.

In estrema sintesi l'orientamento oggi prevalente nella dottrina italiana ritiene superata una visione strettamente contrattualistica dell'interesse sociale, limitato alla massimizzazione del profitto, o, per utilizzare l'espressione internazionale, circoscritto al perseguimento dello *shareholder value*, e cioè alla massimizzazione del dividendo e/o del valore patrimoniale delle azioni.

Si può cioè sinteticamente rilevare che gli autori che hanno maggiormente affrontato il tema, sia pure con varietà di sfumature³⁴ accolgono oggi una concezione dell'interesse sociale che, con un sintagma, si può definire di "istituzionalismo debole" o di "neo-istituzionalismo". Anche se vi sono autorevoli opinioni diversamente orientate³⁵.

La nozione di interesse sociale, nelle diverse fattispecie normative in cui rileva, non si configura tanto come comparazione tra operazioni gestorie oggetto di decisione e astratta conformità alla causa lucrativa quanto piuttosto in termini di valutazione della "razionalità economica" delle operazioni stesse in relazione alle strategie gestionali dell'impresa, il cui fine ultimo, ancorché mediato e composto nei termini sopra precisati, è pur sempre lo scopo di profitto: l'interesse sociale ultimo (alla redditività e/o al valore della partecipazione) si realizza attraverso il medio logico e operativo dell'interesse dell'impresa.

L'interesse sociale è dunque composizione di *interessi plurimi* delle diverse categorie di azionisti, nei *limiti degli interessi-altri* (dei lavoratori, dei consumatori, della comunità di riferimento, dell'ambiente, cioè degli *stakeholder* in generale) coordinati dagli amministratori in una sintesi in ultima istanza *profit-oriented* che converge nell'interesse all'*efficienza dell'impresa* ma con un equilibrato bilanciamento con gli interessi degli *stakeholder*.

E la sintonia con l'evoluzione nel quadro comparatistico, come dirò poco oltre, è, a mio parere, intensa.

³⁴ Si vedano, per tutti, COTTINO, *Contrattualismo e istituzionalismo (Variazioni sul tema da uno spunto di Giorgio Oppò)*, in *Riv. soc.*, 2005, 695 ss.; ANGELICI, *Note minime sull'interesse sociale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2014, I, 255 ss. e, ampiamente, ID., *La società per azioni. I. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, Milano, 2012, 90 ss. e 345 ss.; ID., *Note sul "contrattualismo societario": a proposito del pensiero di Francesco Denozza*, in *Riv. dir. comm.*, 2018, I, 191 ss.; LIBERTINI, *Ancora in tema di contratto, impresa e società. Un commento a Francesco Denozza, in difesa dello "istituzionalismo debole"* in www.orizzontideldirittocommerciale.it e in *Giur. comm.*, 2014, I, 669 ss.; GUIZZI, *Appunti in tema di interesse sociale e governance nelle società bancarie*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, I, 241 ss.; MONTALENTI, *L'interesse sociale: una sintesi*, in *Riv. soc.*, 2018, 303 ss.; TOMBARI, *"Potere" e "interessi" nella grande impresa azionaria*, Milano, 2019.

³⁵ Si veda, infatti, DENOZZA, *Logica dello scambio e "contrattualità": la società per azioni di fronte alla crisi*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 5 ss.; ID., *Quattro variazioni sul tema: "contratto, impresa e società nel pensiero di Carlo Angelici"*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 480 ss.; e ora, per uno "stakeholderism democratico", ID., *Due concetti di stakeholderism*, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, 2022, 37 ss. e ora E. BARCELLONA, *Shareholderism versus stakeholderism*, Milano, 2022; per un quadro generale cfr. AA.VV., *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, *Studi in ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, 2010.

11. *Riscontri normativi.*

Questo orientamento trova specifici riscontri normativi³⁶.

In tema di *operazioni straordinarie*, si pensi alla fusione, al *leveraged buyout* (art. 2501 *quinquies*, art. 2501 *bis* c.c.), alle operazioni sulle proprie azioni (art. 2358, 3° comma, c.c.) dove l'interesse dell'impresa e di gruppo (art. 2358, 8° comma, c.c.) è elemento caratterizzante della disciplina.

Si pensi poi all'interesse di gruppo disciplinato nella sezione dedicata alla direzione e coordinamento (art. 2497 ss. c.c.), in cui il perseguimento di interessi plurali, nei limiti dei vantaggi compensativi, è espressamente regolato.

E l'emersione della rilevanza di interessi-altri si evince dalle disposizioni in tema di relazione sulla gestione nel bilancio di esercizio (art. 2428, 2° comma, c.c.), così come della prospettiva *long term* (art. 2428, 3° comma, n. 6, c.c.).

Ancora: l'interesse dei lavoratori e delle comunità di riferimento sono oggetto di specifiche disposizioni in materia di offerte pubbliche di acquisto (art. 103, 3° *bis* comma, TUF) e nelle fusioni transfrontaliere (d.lgs. 3 maggio 2008, n. 108, artt. 6, 8, 13 e 19).

12. *Le informazioni non finanziarie.*

Particolare interesse suscita la disciplina relativa alla comunicazione di informazioni di carattere non finanziario³⁷ (c.d. DNF).

Il d.lgs. 30 dicembre 2016, n. 254 ha dato attuazione alla Direttiva 2014/95/UE del Parlamento europeo e del Consiglio del 22 ottobre 2014, recante modifica alla Direttiva 2013/34/UE per quanto riguarda la comunicazione di informazioni di carattere non finanziario e di informazioni sulla diversità da parte di talune imprese e taluni gruppi di grandi dimensioni. La normativa riguarda gli enti di interesse pubblico (*ex art. 16, 1° comma, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39*) e i gruppi di grandi dimensioni, con più di 500 dipendenti e con un bilancio consolidato che soddisfi almeno uno dei due seguenti criteri: 1) attivo superiore a 20 milioni di euro; 2) totale dei ricavi netti superiore a 40 milioni di euro. La nuova disciplina prevede informazioni in materia di “*temi ambientali, sociali, attinenti al personale, al rispetto dei diritti umani*, alla lotta contro la corruzione attiva e passiva”. Richiede inoltre che siano descritti “*a) il modello aziendale; b) le politiche praticate dall'impresa; c) i principali rischi*” (art. 3, 1° comma). Di sicuro interesse, oltre alle politiche energetiche, l'obbligo di trattare gli “*aspetti sociali e attinenti alla gestione del personale*” e, in particolare, “*le modalità con cui è realizzato il dialogo con le parti sociali*” [art. 3, 2° comma, lett. d)]. Sicuramente un tassello normativo rilevante per l'esplorazione del tema degli interessi degli *stakeholder* e dei fattori ESG. Le nuove disposizioni, che si applicano “*con riferimento alle di-*

³⁶ Ho trattato più ampiamente il tema ne *Il socio di società quotata*, cit.

³⁷ In argomento si vedano FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.; MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.

chiarazioni e relazioni relative, agli esercizi finanziari a partire dal 1° gennaio 2017” (art. 12), sono di particolare interesse per l’oggetto e, soprattutto, per la metodologia di rendicontazione (cfr. art. 3, d.lgs. n. 254, 2016). E si vedano altresì Reg. (UE) 2019/2088 relativo all’informativa sulla sostenibilità nel settore dei servizi finanziari e Reg. (UE) 2020/852 relativo all’introduzione di un quadro che favorisce gli investimenti sostenibili.

Meritevole di attenzione e di approfondimenti è ora la proposta di Direttiva del 21 aprile 2021, relativa alla Comunicazione Societaria sulla Sostenibilità (CSRD).

In conclusione le informazioni non finanziarie si traducono in informazioni al mercato che in caso di falsità idonea ad incidere sulle scelte di investimento oppure in caso di dichiarazioni negoziali integranti rapporti contrattuali – ad esempio contratti di lavoro o contratti di fornitura – possono essere fonte di responsabilità³⁸.

13. *La società benefit.*

La l. 28 dicembre 2015, n. 208, al 376°-384° comma, ha introdotto nel nostro ordinamento la società *benefit*³⁹. Indipendentemente dal tipo prescelto (cfr. 379° comma) sono società *benefit* le società che “*nell’esercizio di una attività economica, oltre allo scopo di dividerne gli utili, perseguono una o più finalità di beneficio comune e operano in modo responsabile, sostenibile e trasparente nei confronti di persone, comunità, territori e ambiente, beni ed attività culturali e sociali, enti e associazioni ed altri portatori di interesse*”.

Il perseguimento di interessi generali ampliati agli *stakeholder* e l’esercizio di attività sostenibili non sono, a mio parere, sufficienti a qualificare una società come società *benefit*. È già stato esattamente precisato in dottrina che è ben possibile che “*le società, in base ad autonome scelte imprenditoriali possono ritenere economicamente conveniente programmare la loro attività tenendo in considerazione interessi, benefici o altri elementi di carattere ideale, che sono quindi anche interessi più generali*” “*e non vi è dubbio che tali società possono altresì fissare queste valutazioni nello statuto, attraverso una specifica previsione statutaria: qualunque società, senza bisogno di assoggettarsi ai vincoli che derivano dalle regole in tema di impresa benefit può, nell’ambito della sua libertà di iniziativa economica e nella sua autonomia di impresa scegliere se svolgere o meno la relativa attività bilanciandola con il perseguimento di interessi esterni, anche semplicemente nella convinzione che questo possa portare vantaggi reputazionali o di altro genere idonei a tradursi, magari in un orizzonte temporale di più lungo periodo, anche in vantaggi di natura economica per l’impresa*”⁴⁰.

³⁸ ACCINNI, *Rilevanza penale delle falsità nei cd. non financial statements?*, in *La responsabilità amministrativa delle società e degli enti*, 2018, 45 ss.

³⁹ Cfr., *ex multis*, DESANA, *L’impresa fra tradizione e innovazione*, Torino, 2018, 195 ss. e ora CATERINO, *Denominazione e labeling della società benefit, tra marketing “reputazionale” e alterazione delle dinamiche concorrenziali*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 787 ss.

⁴⁰ Così M. STELLA RICHTER jr., *Società benefit e società non benefit*, in *Riv. dir. comm.*, 2017, II, 271 ss.

Del resto si può forse ipotizzare che l'adesione al Codice di *Corporate Governance* in punto di successo sostenibile configuri, *per se*, la società come società *benefit*?

14. La Direttiva Shareholders' Rights.

Successivamente all'approvazione della Direttiva Azionisti (Direttiva 2007/36/CE), c.d. *Shareholders' Rights Directive – SHRD*, attuata nel nostro ordinamento con il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, poi modificato dal d.lgs. 18 giugno 2012, n. 91 – su cui non mi soffermo per brevità –, l'Unione Europea ha formulato il 9 aprile 2014, con emendamenti proposti il 12 maggio 2015, la *Proposta di Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio di modifica della Direttiva 2007/36/CE relativamente all'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti* e della *Direttiva 2013/34/UE* in merito a *taluni elementi della relazione sul governo societario*, che si è tradotta nella *Direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 17 maggio 2017* che modifica la Direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti⁴¹.

L'obiettivo è “*contribuire alla sostenibilità a lungo termine delle Società dell'UE, creare condizioni propizie per gli azionisti e migliorare l'esercizio transfrontaliero del diritto di voto accrescendo l'efficienza della catena dell'investimento azionario al fine di contribuire alla crescita, alla creazione di posti di lavoro e alla competitività della UE*”.

La *politica di impegno* – architrave della Direttiva – è ben illustrata nel 14° Considerando ove si legge che “*un impegno efficace e sostenibile degli azionisti costituisce uno dei pilastri del modello di governo societario delle società quotate, basato su un sistema di pesi e contrappesi tra i diversi organi e i diversi portatori di interesse. Il maggiore coinvolgimento degli azionisti nel governo societario delle società rappresentate*”, quindi, “*una delle leve che possono contribuire a migliorare i risultati finanziari e non finanziari delle società, anche per quanto riguarda i fattori ambientali, sociali e di governo, in particolare ai sensi dei principi di investimento responsabile sostenuti dalle Nazioni Unite*”, in quanto “*il maggiore coinvolgimento di tutti i portatori di interesse, in particolare dei dipendenti, nel governo societario è un fattore importante per garantire che le società quotate adottino un approccio più a lungo termine, che deve essere incoraggiato e preso in considerazione*” (tondo nostro).

Disposizioni analitiche sono poi previste in tema di *diritto di voto sulla politica di remunerazione* (art. 9 bis, art. 9 ter).

⁴¹ La direttiva è reperibile su <http://eur-lex.europa.eu/legalcontent/EN/TXT/?uri=CELEX:32017L0828>. In argomento si vedano PACCES, *Hedge Fund Activism and the Revision of the Shareholder Rights Directive* (July 5, 2017). *European Corporate Governance Institute (ECGI) – Law Working Paper No. 353/2017*. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2953992> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2953992>; LECOURT, *Réflexions collectives sur la nouvelle directive “Droit des actionnaires” du 17 mai 2017*, in *Revue des Sociétés*, 2017, 675 ss. Sia consentito anche il rinvio a MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in AA.VV., *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di Tombari, Atti del Convegno, Milano, 16 marzo 2017, in *Quaderni Cesifin*, n. 69, Torino, 2018, 61 ss. e, più recentemente, ID., *Il socio di società quotata*, cit.

15. La Direttiva Shareholders' Rights II.

Il d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 ha dato attuazione alla Direttiva SHRD II nel nostro ordinamento.

Con riferimento ai soci le innovazioni rilevanti riguardano l'identificazione degli azionisti (art. 83 *duodecies* TUF), le indicazioni sugli "interessi a lungo termine" e sulla "sostenibilità della società" da inserire nella *Relazione sulla politica di remunerazione e sui compensi corrisposti* (art. 123 *ter*, 3° *bis* comma, TUF), e l'intera sezione sulla *Trasparenza degli investitori istituzionali, dei gestori di attivi e dei consulenti in materia di voto* (Sez. I *ter*, da art. 124 *quater* ad art. 124 *novies* TUF).

Di particolare interesse la previsione di obblighi di informazione sul comportamento di voto e sul ricorso ai servizi di consulenza in materia di voto (art. 124 *quinquies*, 2° comma, TUF), la disciplina in tema di strategie di investimento degli investitori istituzionali (art. 124 *sexies* TUF) e le disposizioni in tema di trasparenza dei consulenti in materia di voto (art. 124 *octies* TUF).

Per i profili che ci occupano si vedano ancora le norme che impongono nelle quotate la deliberazione assembleare vincolante sulla *politica di remunerazione* espressamente orientata *long-term* (art. 123 *ter*, 3° *bis* e 3° *ter* TUF) e l'obbligo degli investitori istituzionali e dei gestori di attivi di comunicare al pubblico la "*politica di impegno*", in particolare sui "*risultati non finanziari*" e "*sull'impatto sociale e ambientale*" (art. 124 *quinquies*, 1° comma, TUF), assistiti da un apposito apparato sanzionatorio (cfr. d.lgs. n. 49/2019, art. 4).

16. Il quadro comparatistico.

Il quadro comparatistico⁴² conferma che vi è una precisa convergenza "neoinstituzionalistica" nei principali ordinamenti. Negli Stati Uniti si segnalano i *non-shareholder constituency statutes* (che prevedono il dovere di tenere in considerazione gli interessi della comunità di riferimento).

Nel Regno Unito il *Companies Act* del 2006 alla *Sec. 172*, disciplina, nel quadro dei doveri degli amministratori, *the Duty to promote the success of the company*, statuendo che:

- "(1) A director of a company must act in the way he considers, in good faith, would be most likely to promote the success of the company for the benefit of its members as a whole, and in doing so *have regard* (amongst other matters) to:
- (a) the likely consequences of any decision in the *long term*,
 - (b) the interests of the company's *employees*,
 - (c) the need to foster the company's business relationships with *suppliers, customers* and *others*,
 - (d) the impact of the company's operations on the *community* and the *environment*".

⁴² Per accurati riferimenti si veda ROLLI, *op. cit.*, 35 ss.