

MARCO LAMANDINI

DIVERGENZE TRA DIRITTO SOCIETARIO
ARMONIZZATO E NORME NAZIONALI:
I FENOMENI DI “GOLD PLATING”
E DI “AGGIRAMENTO” DEL DIRITTO UE



Isbn 9788828854241

Estratto dal volume:

**IL DIRITTO SOCIETARIO EUROPEO:
*QUO VADIS?***

ATTI DEL CONVEGNO

Courmayeur, 23-24 settembre 2022

a cura di

PAOLO MONTALENTI e MARIO NOTARI

2023

MARCO LAMANDINI (*)

DIVERGENZE TRA DIRITTO SOCIETARIO ARMONIZZATO
E NORME NAZIONALI: FENOMENI DI “*GOLD PLATING*”
E DI “*AGGIRAMENTO*” DEL DIRITTO UE

1. I rapporti “verticali” tra diritto societario euro-unitario e diritti nazionali presentano — tra le altre — complessità che si originano dall’operare simultaneo di due fattori di divergenza. Da un lato, le incoerenze funzionali o quantomeno le ambiguità sul piano degli obiettivi di tutela perseguiti dallo strumento di armonizzazione. Dall’altro lato, l’evoluzione della tipologia della realtà (spesso intercettata e regolata prima dal diritto nazionale che non da quello armonizzato) in senso dissonante rispetto ai presupposti della disciplina armonizzata. Il tempo gioca, in questo contesto, un ruolo di amplificazione del rischio di divergenza almeno sotto due profili. Da un lato, in ragione dell’effetto di “pietrificazione” (spesso per decenni, seppur con qualche ritocco di “aggiustamento”) tanto delle disposizioni di diritto secondario euro-unitario quanto delle norme nazionali di attuazione (che, in presenza di un regime di armonizzazione minima o opzionale vuoi su base generale vuoi in relazione a specifiche disposizioni, lascia discreti margini di divergenza alle norme traspositive: tema sul quale mi limito a rinviare alle belle considerazioni di Massimo Benedettelli e a quelle che svolgerà Lucas Plattner tra pochi minuti in tema di *goldplating*). Regole e mercati sono entrambi fenomeni dinamici, ma con un tempo che non è sincrono. L’evoluzione dei mercati è rapida, la produzione delle regole, per quanto incessante, è lenta. Dall’altro lato, la rapidità di risposta all’evoluzione dei mercati degli ordinamenti nazionali è diversa non solo rispetto all’ordinamento euro-unitario ma anche tra loro. In tal modo, anche il tempo è un fattore di concorrenza tra ordinamenti. Tutto ciò esprime una regola coesistente alla regolazione stessa e tanto più tale in un sistema legislativo complesso e multilivello come quello (societario) europeo: il carattere di necessità approssimativo della capacità descrittiva e normativa delle regole, l’esistenza di non univoche “narrazioni” quali riferimenti funzionali idonei a giustificare la scelta di quelle regole, la caducità nel tempo della regola all’evolvere della tipologia della realtà che ne ha giustificato originariamente

(*) Professore Ordinario di Diritto Commerciale nell’Università degli Studi di Bologna.

l'adozione, e ciò non di meno la sua sopravvivenza in un contesto ordinamentale che, fin dove è possibile, affida all'interpretazione e all'applicazione non solo il ruolo di riconoscimento (nel senso positivistico di Hart) e di *enforcement* delle regole ma anche quello maieutico del preservarne, in forme nuove e evolutive, il significato in modo da assicurare al massimo possibile l'integrità sul piano funzionale del sistema. Fin dove è possibile, appunto. Oltre il confine dell'interpretazione si apre infatti lo spazio della riforma legislativa, suggerita dalle aporie di sistema e dalle collisioni tra regole che l'interpretazione da sola, per quanto ispirata ai valori e principi che fondano quell'ambito di ordinamento, non è in grado di risolvere. Un interessante esempio di questo rischio di divergenza è dato, a mio modo di vedere, dalle disposizioni del capo IV della direttiva 1132/2017 in tema di salvaguardia e modificazione del capitale.

2. Il fenomeno che si presenta ai nostri occhi in questo contesto e che ben si presta, a me pare, per discutere se possa parlarsi in taluni casi di un rischio di "aggiramento" di diritto euro-unitario in materia societaria attiene alla scelta euro-unitaria, effettuata già con la Seconda direttiva, e ora riflessa nel capo IV della direttiva di consolidamento sul diritto societario, di prescrivere che "le misure di coordinamento [del capo dedicato a salvaguardia e modificazione del capitale] si applicano alle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli stati membri riguardanti i tipi di società elencati nell'allegato I" (art. 44, par. 1). L'allegato I, come è noto, ricomprende solo la società per azioni. Ciò ha consentito agli ordinamenti nazionali di fissare senza i vincoli dell'armonizzazione e secondo le proprie diverse tradizioni e preferenze le regole in tema di capitale per le società a responsabilità limitata, anche in ottica di concorrenza tra ordinamenti a seguito delle decisioni della Corte di Giustizia che hanno preso avvio con "*Centros*"⁽¹⁾. La scelta euro-unitaria di limitare sotto il profilo soggettivo l'ambito di applicazione del capo IV, a differenza di quanto avviene per la gran parte degli altri capi della direttiva societaria di consolidamento (ma non, come si dirà infra, del capo II in tema di costituzione della società per azioni) è, come sempre, un frutto della storia e del 'pragmatismo' della politica legislativa di armonizzazione. La Seconda direttiva⁽²⁾ fu infatti proposta nel 1970 dalla Commissione per proseguire "nello stesso spirito" l'opera di armonizzazione avviata, per tutti i tipi di società di capitali, dalla Prima direttiva⁽³⁾; tuttavia considerata la natura più 'tecnica' della materia e soprattutto l'urgenza di provvedere all'armonizzazione, la Commissione dava atto di aver esaminato sì la

(1) C-212/97 *Centros* [1999] ECLI:EU:C:1999:126. V. in particolare C-208/00 *Überseering* [2002] ECLI:EU:C:2002:632; C-167/01 *Inspire Art* [2003] ECLI:EU:C:2003:512; C-411/03 *Sevic* [2005] ECLI:EU:C:2005:762; C-210/06 *Cartesio* [2008] ECLI:EU:C:2008:723; C-378/10 *VALE* [2012] ECLI:EU:C:2012:440; C-106/16 *Polbud* [2017] ECLI:EU:C:2017:804.

(2) Direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976 OJ L 26, 31.1.1977.

(3) Direttiva 68/151 CEE del 9 marzo 1968 OJ L 65, 14.3.1968.

possibilità di estendere quelle regole a tutte le società di capitali ⁽⁴⁾, ma di aver preferito limitare l'ambito soggettivo di applicazione della Seconda direttiva per favorirne una più rapida (e sicura) adozione. Occorsero, cioè non di meno, più di sei anni per completare il processo legislativo. Quella scelta di ambito, naturalmente, portava con sé implicazioni quanto alle finalità della disciplina stessa. Non intendo, tuttavia, affrontare qui il ben noto dibattito sul se la disciplina del capitale miri a salvaguardare gli azionisti o i creditori o entrambi ⁽⁵⁾ e in che misura la disciplina armonizzata del capitale corrisponda in concreto a tali finalità di tutela e si giustifichi per tutte le società di capitali o solo per la società per azioni. Mi sembra sufficiente rinviare in proposito, nella letteratura italiana, al bel lavoro di Marco Maugeri su 'struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato' ⁽⁶⁾ del 2016, che mi pare offra tuttora tutte le necessarie coordinate per guardare da diverse prospettive a quel tema. Quel che ai miei fini è sufficiente osservare è che la scelta di limitare il capo IV alle sole società per azioni consentiva, agli occhi delle Commissioni, di disciplinare il tema del capitale per il tipo societario 'predominante nell'economia degli Stati membri e che opera frequentemente oltre i confini nazionali' (considerando 2 della direttiva 2012/30), con l'implicita aspettativa che successivamente quella disciplina armonizzata potesse poi estendersi, con i dovuti adattamenti, alle altre società di capitali ⁽⁷⁾.

3. Eppure, gli interpreti, nel cercare di dare un significato funzionale e sistematico a quella scelta di politica legislativa, per quanto dettata da pragmatismo politico, hanno presto (e non a torto, a me pare) concluso che il fondamento razionale dell'ambito soggettivo del capo IV prescelto dall'art. 44, par. 1 della direttiva vada ricercato — secondo l'interpretazione della Corte di Giustizia — sì nel fatto che la Seconda direttiva intendeva rassicurare gli investitori "che i loro diritti saranno rispettati nel mercato interno dagli amministratori delle società nelle quali essi hanno investito i loro capitali, in particolare quando la società è costituita o il suo capitale è aumentato o ridotto" ⁽⁸⁾, assicurando la parità di trattamento ⁽⁹⁾ (non a caso disciplinata dall'art. 85 della direttiva) ma essenzialmente nel senso che, come si è scritto, "le regole europee sul capitale intendono promuovere la società come soggetto del mercato finanziario" sicché 'appare logico

⁽⁴⁾ OJ C 48, 24.4.1970. V. KINDLER/LIEDER, *European Corporate Law (Beck Hart Nomos 2021)*, 212.

⁽⁵⁾ Per enunciazioni piuttosto "ecumeniche" sul punto, ma che costituiscono mi pare meri obiter dicta v. C-358/06 Commissione c Regno di Spagna [2008] ECLI:EU:C:2008:740, para 23; C-381/89 Evangelikis Ekkliisias [1992] ECLI:EU:C:1992:142, 27.

⁽⁶⁾ BENEDETTELLI/LAMANDINI, *Diritto societario europeo e internazionale* (UTET, 2016), 329.

⁽⁷⁾ OJ C 48, 24.4.1970, 8. V. Kindler/Lieder, *European Corporate Law*, 213.

⁽⁸⁾ C-526/14 Kotnik [2016] ECLI:EU:C:2016:767, para 87

⁽⁹⁾ C-174/12 Alfred Hirmann v Immofinanz [2013] ECLI:EU:C:2013:856, para 23.

evitarne l'estensione a forme giuridiche che si caratterizzano tipicamente in termini di estraneità alle dinamiche di funzionamento di quel mercato" (10). Quelle norme assolvono, si è detto, ad una funzione segnaletica, in via primaria per 'reagire al problema delle asimmetrie informative esistenti sia sul mercato del capitale di debito sia sul mercato del capitale di rischio' e al contempo per consentire all'organo assembleare di segnalare agli amministrazioni le preferenze degli azionisti in termini di condizioni di rischio dell'attività e di orientarne in modo conseguente le scelte attinenti alla gestione dell'investimento' (11). Valorizzando gli accenni sul punto della Corte in *Alfred Hirmann* al paragrafo 24 (in fine) riferiti alla disciplina dell'acquisto di azioni proprie, allorché la Corte ha testualmente osservato che:

"Quest'ultimo vincolo è giustificato, in particolare, dall'esigenza di garantire la tutela degli azionisti e dei creditori da un comportamento di mercato idoneo a ridurre il capitale di una società e di far aumentare artificialmente il prezzo delle proprie azioni".

si è suggerito che "la *ratio* più verosimile" della disciplina degli acquisti di azioni della controllante da parte delle controllate (che è armonizzata dal capo IV della direttiva) "sta nel fatto che tali acquisti sono pericolosi per la formazione dei prezzi di borsa' sicché 'questo è un pericolo concreto solo se esiste o può esistere un mercato secondario di tali valori mobiliari'" (12).

4. In una analoga linea di ragionamento, un *reflection paper* ancora non pubblicato predisposto per i servizi della Commissione europea (13) osserva di recente come in effetti la giustificazione che, in chiave storica e funzionale, può darsi della limitazione dell'ambito soggettivo di applicazione del capo IV della direttiva stia nel fatto che all'epoca il legislatore europeo aveva a riferimento il modello normativo tedesco della *Aktiengesellschaft* e la sua netta contrapposizione con quello della *GmbH*: e il crinale distintivo tra i due modelli era rappresentato, per l'appunto, dalla vocazione al mercato della prima rispetto al carattere chiuso della seconda. Per vero, la stessa concezione di mercato e di pubblico degli investitori a cui si ricollegava la cennata contrapposizione tipologica tra società aperta ("*public company*") e società chiusa ("*private company*") era ancora, a quell'epoca, fortemente tributaria della visione storica della anonima, in

(10) MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, 383 (v. anche 380, nota 163 e *ivi* ulteriori riferimenti).

(11) MAUGERI, *op.cit.*, 390

(12) MARCO S. SPOLIDORO, 'Questioni in tema di controllo di società', RESCIO/SPERANZIN, *Patrimonio sociale e governo dell'impresa* (Giappichelli 2020), 168.

(13) CATHERINE CATHIARD, JESPER L. HANSEN, MARCO LAMANDINI, ADAM OPALSKI, JESSICA SCHMIDT, 'Public v private companies and access to capital markets: relevance of and implications for the capital regime of the CLD' (Bruxelles, 2022), 13.

cui gli investitori erano sollecitati all'investimento con annunci sui giornali o altre analoghe forme di pubblica sottoscrizione — spesso nella fase di costituzione della società azionaria — o le azioni quotate in borsa. Ciò spiega anche perché non solo il Capo IV ma anche il Capo II della direttiva — che ancora contiene disposizioni sulla costituzione mediante pubblica sottoscrizione — abbia un ambito soggettivo di applicazione limitato alle sole società per azioni. In tale contesto, ciò che contava al fine di far ritenere la società azionaria “aperta” non era tanto la concreta sollecitazione all'investimento del pubblico, bensì l'astratta idoneità del tipo sociale a consentire tale sollecitazione.

5. Se questo è vero, l'evoluzione dei mercati e, in parallelo ad essa, l'evoluzione dei tipi societari per come conformati da taluni diritti nazionali come il nostro, nel quadro del processo di concorrenza tra ordinamenti che connota ormai da due decenni taluni aspetti del diritto societario europeo, pone l'interessante interrogativo se non si stia assistendo ad un “aggrimento”, o ad un rischio di elusione, del diritto armonizzato in tema di regole sul capitale. Il riferimento è, limitandosi ad un (solo parziale) giro di orizzonte dei diritti societari di alcuni Stati membri, (1) alla nuova società a responsabilità limitata di diritto belga (BV o *besloten vennootschap*) introdotta nel 2019, che, pur in un contesto di ampia flessibilità organizzativa (dissonante sotto diversi profili rispetto al regime armonizzato del capitale per le società per azioni), può ciò non di meno emettere azioni, anche destinate alla quotazione oltre che obbligazioni, obbligazioni convertibili e ibridi (Artt. 5:2. 5:50-54 *Code des sociétés et des associations*), (2) alla società a responsabilità limitata olandese (BV o *besloten Vennootschap*) che, dopo la riforma del 2012, consente di emettere partecipazioni liberamente trasferibili, se così è previsto dallo statuto (Art. 2:195 BW) che possono essere quotate anche su un mercato regolamentato (come accade ad esempio a Fastned BV quotata su Euronext Amsterdam dal 2019) e (3) alla PMI-SRL italiana per come si è venuta consolidando con le riforme 2012-2015 e alla negoziazione su portali di *equity crowdfunding* delle categorie di quote la cui emissione è autorizzata dalla nuova disciplina. Naturalmente queste costituiscono solo le manifestazioni più estreme di “fuga” dall'armonizzazione della società azionaria attraverso la creazione per via legislativa di tipi societari che, sotto altro nome, mutuano taluni aspetti della *public company*, ma ricevono dal legislatore nazionale una caratterizzazione e un nome che li distingue dalle società ricomprese nell'allegato I della direttiva in tal modo vengono “liberate” in tutto o in parte dalla disciplina attuativa delle norme che la direttiva riserva solo a tali società. Antesignana di questa tendenza, e con grande successo, è stata, d'altro canto, la *société par actions simplifiée* di diritto francese, che non è tuttavia autorizzata ad offrire le azioni al pubblico né può essere ammessa a quotazione sui mercati regolamentati (Art. L 227-2 C.com.). Non per

questo peraltro essa è completamente estranea al mercato finanziario, dal momento che può operare nel mercato del capitale di debito e offrire al pubblico obbligazioni alle condizioni di cui all'art. L227-2 C.com., similmente del resto a quanto accade alla srl spagnola (Art. 401(1) LSC), alla società per azioni semplificata e alla società a responsabilità limitata di diritto lussemburghese dopo la riforma del 2016, alla società per azioni semplificata polacca introdotta nel 2019 e alla stessa GmbH tedesca che può emettere obbligazioni, anche convertibili e ibridi (*Genussscheine*) anche se nella pratica ciò è tuttora poco comune.

6. Queste tendenze a me sembra che indichino un processo, sempre più audace, di progressivo affrancamento degli Stati membri dalle regole armonizzate del capo IV della direttiva attraverso vuoi la creazione di un tipo societario intermedio tra la società per azioni e la società a responsabilità limitata, vuoi attraverso la riforma della disciplina della società a responsabilità limitata, vuoi — nel caso italiano — attraverso una articolazione del tipo della società a responsabilità limitata, attraverso l'ibridazione con tratti tradizionalmente propri della società azionaria. Permangono, naturalmente, tratti distintivi tra la società azionaria retta dalla disciplina nazionale armonizzata e questi tipi concorrenti; ma anche questi ultimi accedono al mercato del capitale di debito e, almeno nelle esperienze nazionali più innovative, anche a quello del capitale di rischio, seppur — come nel caso italiano — solo nel contesto dei portali di crowdfunding. Al contempo, benché non tutta, almeno parte della disciplina armonizzata del capo IV viene, volontariamente e con opzioni differenziate a livello nazionale, estesa dai legislatori nazionali anche a taluni aspetti di disciplina di questi tipi, di modo che la “fuga” dal diritto armonizzato non appare mai integrale, ma selettiva. Costituisce questo un modo per gli Stati membri per nei fatti “aggirare” il contenuto minimo del diritto armonizzato almeno nei casi più estremi ove si consente alla srl di farsi emittente sul mercato del capitale di rischio senza che il capitale assolvà più al ruolo segnaletico attribuitogli dal capo IV della direttiva? Equivale ciò a privare di effetto utile quel diritto armonizzato e così a mettere in discussione l'assolvimento da parte degli Stati membri dei doveri derivanti dai Trattati? O si tratta di un comportamento di sperimentazione normativa del tutto legittimo, in quanto correttamente collocato al di fuori del contesto della società azionaria oggetto di armonizzazione? Solo la Corte di giustizia, naturalmente, potrebbe dare risposta a queste domande.

7. Io dubito, tuttavia, che la Corte considererebbe illegittime le previsioni nazionali in presenza di uno strumento di armonizzazione come la direttiva in materia societaria che, pur forse presupponendolo come dato tipologico della realtà, omette di espressamente riservare l'accesso al mercato del capitale di rischio alle sole società azionarie (come omettono peraltro

di fare anche le successive direttive 2001/34/CE e 2014/65/UE). Tanto più che il più recente regolamento *crowdfunding* ⁽¹⁴⁾ espressamente riconosce, al considerando (13) la possibilità che accedano ai portali quote di srl, che siano liberamente trasferibili, aprendo così una breccia, anche a livello di diritto eurounitario, rispetto alla implicita relazione biunivoca tra società per azioni e mercato del capitale di rischio. La valenza della rilevata divergenza tra diritto societario armonizzato e norme nazionali, e il conseguente rischio di aggiramento, mi pare vada colta, dunque, non tanto sul piano dell'interpretazione quanto piuttosto su quello della politica legislativa.

8. Vi è infatti da domandarsi, a me pare, se — trascorsi ormai oltre cinquant'anni dalla presentazione della proposta della Commissione di Seconda direttiva — non sia giunto il tempo di chiarire se il regime del capitale fissato dal capo IV della direttiva di consolidamento ha significato proprio in quanto funzionale ad esigenze di tutela che si originano dal fatto che la società azionaria accede al mercato del capitale di rischio. Se così è, andrebbe dunque modificato l'allegato I sostituendo alla società per azioni le società di capitali che hanno azioni o quote ammesse ai mercati regolamentati, o a piattaforme multilaterali di negoziazione o che effettuano comunque una offerta al pubblico delle azioni o quote, se del caso definendo per gli emittenti che si avvalgono di portali di *equity crowdfunding* un regime semplificato, fondato su rinvii selettivi solo a parte della disciplina del capo IV.

9. Ciò avrebbe a me pare un duplice vantaggio. Da un lato, darebbe agli Stati membri la possibilità di offrire, alle società per azioni diverse da quelle che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, la scelta tra due possibili regimi del capitale tra quello attuale e quello fondato sul c.d. *solvency test*, in tal modo eliminando molte delle ragioni che sembrano alla base dei fenomeni di aggiramento del diritto armonizzato del capo IV più sopra descritti. Dall'altro lato, questa modifica finalmente consegnerebbe alla disciplina una *ratio legis* intellegibile e, auspicabilmente, potrebbe anche dare avvio ad un più ampio dibattito, volto a verificare se e in quali termini una maggiore approssimazione, seppur ovviamente non una piena equiparazione di discipline, tra l'emittente con azioni quotate su un mercato regolamentato e quello con azioni ammesse alle negoziazioni su una piattaforma multilaterale di negoziazione non meriti di essere perseguita anche in altri contesti, come ad esempio quello della direttiva sui diritti degli azionisti (direttiva 2007/36/CE come modificata), sulle offerte pubbliche di acquisto (direttiva 2004/25/CE) e sulla trasparenza (direttiva 2004/109/CE), sempre allo scopo di contrastare frammentazioni nazionali che nella sostanza balcanizzano il mercato interno dei capitali muovendo in direzione opposta rispetto agli obiettivi propri della Unione dei mercati dei capitali.

(14) Regolamento (UE) 2020/1503 del 7.10.2020, OJ L 347/1.

MARIO NOTARI

Caro Marco, farò in seguito un'osservazione di merito, ma dico subito che il motivo per cui invitarti ai convegni per me è chiarissimo. Comunque sia, do la parola a Lukas Plattner per l'ultimo intervento, che si concentrerà sul fenomeno del *gold plating*.

Prego, Lukas.

LUKAS PLATTNER (*)

DIVERGENZE TRA DIRITTO SOCIETARIO ARMONIZZATO E NORME NAZIONALI: I FENOMENI DI “GOLD PLATING” E DI “AGGIRAMENTO” DEL DIRITTO UE (**)

SOMMARIO: 1. Definizione di *gold plating*. — 2. UE e *gold plating*: tra armonizzazione e *soft law*. — 3. Disciplina domestica. — 4. Casi di *gold plating*. — 5. *Quo vadis?*

Vorrei prima di tutto ringraziare la Fondazione Courmayeur e il Centro Nazionale di Prevenzione e Difesa Sociale per l’ottima organizzazione, e un ringraziamento sentito anche a Paolo Montalenti e Mario Notari per l’invito.

1. *Definizione di gold plating*.

Il *gold plating* si concreta nel superamento da parte degli Stati membri dell’Unione Europea (a livello statale/regionale/locale) — al momento dell’adozione di regolamenti e direttive — del livello minimo di regolazione previsto dalla normativa UE e ciò importi oneri e costi supplementari in capo alle imprese (e ai cittadini) (cd. *over-compliance*).

Come messo in luce da un approfondito studio sul tema dello *European economic and social committee* ⁽¹⁾ la definizione di *gold plating* deve essere intesa in senso estensivo così da ricomprendere anche: a) mancato utilizzo delle deroghe concesse; b) mantenimento di requisiti nazionali più ampi di quanto richiesto dalla normativa UE; c) introduzione di nuovi oneri che esulano dagli obbiettivi della normativa UE; d) attuazione della normativa UE prima della sua entrata in vigore; e) adozione di sanzioni o altri meccanismi di esecuzione più rigorosi di quelli necessari per la corretta attuazione della normativa UE.

(*) Avvocato Advant Netw NCTM Studio Legale.

(**) Relazione al XXXV Convegno di studio “Adolfo Beria di Argentine” su problemi attuali di diritto e procedura civile. Il diritto societario europeo: quo vadis? Courmayeur, 23-24 settembre 2022.

(1) Smart governance of internal market for business (2014).

Va detto che il *gold plating*, non è assimilabile a una misura di recepimento in aperto contrasto con la normativa UE e perciò illegittima e soggetta alle procedure di infrazione, ma può essere causa di arbitraggi normativi, concorrenza tra ordinamenti e corse al ribasso (o al rialzo) ⁽²⁾, diventando così un elemento di attrazione o dissuasione per lo stabilimento di imprese, per investimenti finanziari, per l'appetibilità del mercato nazionale. Può in ultima istanza essere di serio ostacolo alla creazione di un reale mercato unico dei capitali ⁽³⁾.

2. UE e gold plating: tra armonizzazione e soft law.

Come correttamente rilevato dalla Corte Cost. ⁽⁴⁾ il *gold plating* non è un principio di diritto comunitario, il quale vincola gli Stati membri all'attuazione delle direttive, lasciandoli allo stesso tempo liberi di scegliere i mezzi più opportuni per raggiungere il risultato prefissato salvo che per le norme direttamente applicabili (dove però non mancano esempi di *gold plating*).

L'assenza di uno strumento giuridico specifico della UE per affrontare questo problema pone, quindi, a carico degli Stati membri di individuare e rimuovere i casi di *gold plating*, che costituiscono uno dei principali fattori di disturbo per il buon funzionamento del mercato unico.

Secondo la Commissione UE il *gold plating*, infatti, non solo svantaggia ingiustamente le imprese (e, in particolar modo le PMI ⁽⁵⁾) e i cittadini, ma riduce anche la competitività dell'Unione Europea quale *global player*, considerato l'incremento dei costi amministrativi, ed è elemento indesiderato di frammentazione del mercato interno ⁽⁶⁾.

L'UE potrebbe certo eliminare o quanto meno ridurre in via radicale il *gold plating* passando da direttive ad armonizzazione minima a direttive ad armonizzazione massima (o completa) o a regolamenti. Il terreno del

⁽²⁾ ENRIQUES e ZORZI, *Armonizzazione e arbitraggio normativo nel diritto societario europeo*, in *Riv. soc.*, 2016, p. 775 ss.

⁽³⁾ MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016 p. 33 ss.

⁽⁴⁾ Corte Cost., sentenza 27 maggio 2020, n. 100.

⁽⁵⁾ Le PMI sono la spina dorsale dell'economia europea in quanto rappresentano il 99% di tutte le imprese nell'UE, danno lavoro a circa 100 milioni di persone, rappresentano più della metà del PIL europeo e svolgono un ruolo chiave catena del valore aggiunto in ogni settore dell'economia (Commissione UE, Entrepreneurship and small and medium-sized enterprises (SMEs)).

⁽⁶⁾ Comunicazione, Better regulation: joining forces for better laws (2021); Communication on Identifying and Addressing Barriers to the Single Market (2020). La Commissione UE, anche con specifico riferimento alle PMI, non ha mancato di sottolineare la difficoltà per la stessa di individuare e rimuovere le disposizioni nazionali di attuazione affette da *gold plating* raccomandando al contempo agli Stati membri di provvedere in merito (v. anche Comunicazione Individuare e affrontare le barriere del mercato unico (2021)).

diritto societario come sappiamo è però particolarmente complesso, come anche emerso dagli interventi che mi hanno preceduto, e sono molteplici le voci che suggeriscono di procedere con molta attenzione e prudenza nella ricerca dell'armonizzazione a tutti i costi (7).

D'altra parte, vanno segnalati i notevoli passi verso l'armonizzazione massima di alcuni settori del diritto dei mercati finanziari, che ha una diretta rilevanza nel mercato interno, con la regolamentazione in tema di: informazioni contabili (reg. 1606/2002), abusi di mercato (reg. 596/2014) e prospetto informativo (reg. 1129/2017), che però spesso sono anch'essi contraddistinti da *gold plating*.

E forse altri passi potranno essere fatti. Uno di questi potrebbe riguardare l'introduzione, che pare avvicinarsi, di una disciplina comune in tema di diritto di voto multiplo nelle società quotate (8). Quanto a queste ultime la speranza è che il *Listing Act* in corso di elaborazione da parte della Commissione porti a una coraggiosa semplificazione illuminata dalla proporzionalità per le PMI.

Oltre all'armonizzazione per via legislativa la riduzione dei fenomeni di *gold plating* può essere oggetto di interventi di *soft law* da parte delle istituzioni UE, volti a guidare il legislatore domestico, tramite raccomandazioni e linee guida, che però si dovrebbero, per essere realmente efficaci, accompagnare a un monitoraggio sistematico da parte degli Stati membri con, ad esempio, processi di *comply or explain*.

Nel nostro campo giova ricordare le Raccomandazioni in tema di remunerazione e compiti degli amministratori delle società quotate (9), di politiche retributive nel settore finanziario e sulla qualità dell'informativa sul governo societario (principio *comply or explain*).

Non mi addentrerò oltre su questo argomento in quanto esula dal

(7) ENRIQUES, cit.; *European Company Law Expert*, FERRARINI et al. 2012. Va anche ricordato che spesso i negoziati delle direttive di armonizzazione minima sono inevitabilmente influenzati comportamenti opportunistici delle Stati membri che possono essere spinti ad accettare un livello (minimo) di armonizzazione, già consapevoli che, non essendo riusciti a convincere altri Stati membri ad aderire a norme più stringenti, adotteranno al loro interno requisiti più rigorosi o manterranno quelli già esistenti, Commission Staff Working Document - "Report on more stringent national measures" concerning Directive 2004/109/EC".

(8) V. Raccomandazione TESG in Empowering EU Capital Market- Making listing cool again Final report of the Technical Expert Stakeholder Group (TESG) on SMEs (2021), ove ulteriori riferimenti disponibile in <https://ssrn.com/abstract=3858732>, 2021 poi posta in consultazione nell'ambito del Listing Act, disponibile in https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/consultations/finance-2021-listing-act-targeted_en; v. anche proposta governativa in Germania del 26 giugno 2022, Eckpunkte für ein Zukunftsfinanzierungsgesetz disponibile in <https://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Downloads/Finanzmarktspolitik/2022-06-29-eckpunkte-zukunftsfinanzierungsgesetz.html>; in Francia Rapport sur les droits de vote multiples du Haut Comité Juridique de la Place Financière de Paris, 15 settembre 2022; in UK si veda l'introduzione delle dual class share sul segmento premium dello LSE (dicembre 2021).

(9) Raccomandazioni 2004/913/CE, 2005/162/CE, integrate dalla Raccomandazione 2009/385/CE, nonché la Raccomandazione 2009/384/CE e la Raccomandazione 2014/208/UE.

compito assegnatomi. Sentiremo questo pomeriggio delle ricche relazioni sulle direttive da attuare e i lavori in corso.

3. *Disciplina domestica.*

Il divieto di *gold plating* è stato codificato nell'art. 14, commi 24, *-bis, ter e quater*, l. 246/2005 (introdotto dalla l. 183/2011 "Legge di stabilità 2012"), che impone di evitare:

— l'introduzione o il mantenimento di requisiti, standard, obblighi e oneri non strettamente necessari per l'attuazione delle direttive;

— l'estensione dell'ambito soggettivo od oggettivo di applicazione delle regole rispetto a quanto previsto dalle direttive, ove comporti maggiori oneri amministrativi per i destinatari;

— l'introduzione o il mantenimento di sanzioni, procedure o meccanismi operativi più gravosi o complessi di quelli strettamente necessari per l'attuazione delle direttive.

Successivamente è intervenuto l'art. 32, comma 1, lett. c), l. 234/2012, che ha incluso tra i criteri per l'esercizio delle deleghe legislative conferite al Governo per l'adozione delle norme UE il divieto di *gold plating*, che potrebbe avere, secondo alcuni, una peculiare rilevanza in tema di *enforcement* ⁽¹⁰⁾.

Vi è, inoltre, la *Guida all'analisi e alla verifica dell'impatto della regolamentazione* del 2018, che definisce le disposizioni relative all'istruttoria normativa con un particolare accento a *gold plating*, PMI e proporzionalità ⁽¹¹⁾.

Da ultimo ricordiamo che l'azione amministrativa di Banca d'Italia e Consob nell'ambito della regolamentazione del diritto dei mercati mondiali deve essere orientata dal "*riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana* ex art. 6, comma 1, lett. c) t.u.f.. Sul punto bisognerebbe anche guardare al più generale sistema della Pubblica Amministrazione e della *governance* delle Autorità di Vigilanza, che non può più essere una fonte di svantaggio competitivo nei confronti di altri Paesi ⁽¹²⁾.

⁽¹⁰⁾ RIVELLINI, *Il divieto di gold plating e il problema della sua giustiziabilità in Italia*, in *Riv. trim. dir. pub.*, p. 815 ss..

⁽¹¹⁾ Dipartimento per gli affari giuridici e legislativi Presidenza del Consiglio dei Ministri (DAGL) (2018).

⁽¹²⁾ V. da ultimo sulla modernizzazione della governance di Consob i contributi di Costi e Vella e di Plattner e Vismara (ove ulteriori riff. bibliografici), Consultazione Libro Verde MEF (2022), disponibili https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_publiche/consultazione_libro_verde.html; v anche ESMA, Peer review of the scrutiny and approval procedures of prospectuses by competent authorities, Peer review report, 21 luglio 2022.

La normativa primaria e secondaria è perfettamente allineata con le indicazioni della Commissione UE e converge chiaramente verso la lotta e l'eliminazione del *gold plating* al fine di offrire un quadro regolamentare competitivo e attrattivo per le imprese e, in particolare, le PMI.

4. *Casi di gold plating.*

Nonostante la chiarezza del quadro normativo italiano sussistono casi di *gold plating*? Sono giustificati da esigenze peculiari del mercato italiano?

Alcuni esempi (ne ho contati oltre 40):

- *Diritto societario (direttiva 1132/2017) — capitale sociale* — v. 2327, c.c., ora 50.000 euro per le S.p.A., ma potrebbe essere adottato un criterio proporzionale per le S.p.A. PMI? Ricordo che la soglia minima è di 25.000 euro (art. 45, 1, direttiva 1132/2017) e la disciplina delle operazioni straordinarie quali raccolta capitale di rischio (*quorum* da ridurre, 2368, comma 2), riduzione del capitale volontaria (*quorum* da ridurre e termini, 2445, c.c.), riduzione per perdite (che come indicato dal Prof. Ferri poco fa potrebbe essere rivista in chiave *vintage*) conferimenti in natura (oggetto di plurimi interventi non coordinati e mancata deroga *ex art.* 49, 4, 1132/2017), fusioni/scissioni (termini e procedura es. 60 giorni per opposizione a creditori o pubblicazioni in GU), azioni proprie (2357, c.c., limite quantitativo da incrementare, il problema della manipolazione è ampiamente superato da MAR ed estensione durata massima autorizzazione a 5 anni, v. art. 61 della direttiva).

- *Shareholder Rights Directive* — (direttiva UE 2007/36) — estensione della disciplina operazioni con parti correlate agli emittenti diffusi *ex art.* 2391 *bis*, c.c.; voto vincolante su politica remunerazione (123 *ter*, comma 3 *ter*, t.u.f.), indicazione compensi società collegate (123 *ter*, comma 4, b), t.u.f.); identificazione soci dietro richiesta minoranza (83 *duodecies*, comma 3, t.u.f.)⁽¹³⁾; e si vedano anche le preoccupazioni espresse da autorevole dottrina circa il controllo sulla correttezza sostanziale delle operazioni con parti correlate da parte di Consob che può aprire il cammino per uno scrutinio in via amministrativa della *business judgment rule* ⁽¹⁴⁾.

⁽¹³⁾ Così Assonime e Confindustria, Osservazioni di Assonime e Confindustria alla consultazione del Ministero dell'economia e delle finanze, Dipartimento del tesoro, sullo schema di decreto legislativo per l'attuazione della direttiva (UE) 2017/828 che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti, 2019, v. per ulteriori casi Assonime, Risposta a consultazione Consob sul recepimento della direttiva (UE) 2017/828 (Shareholder Rights Directive) (2019) e Risposta Assonime alla Consultazione UE "Listing Act: making public capital markets more attractive for UE companies and facilitating access to capital for SMEs" (2022).

⁽¹⁴⁾ MARCHETTI, *op. cit.*, pp. 41-42.

- *OPA* - (direttiva 25/2004) contenuto documento di offerta più ampio (v. allegato 4, re. Emittenti vs. art. 6, comma 3, TD); *squeeze-out* al 95% invece che al 90% (111 t.u.f., v. art. 15, direttiva 25/2004) ⁽¹⁵⁾; *OPA* da consolidamento ⁽¹⁶⁾.

- *Transparency* (direttiva 109/2004 “TD”): obblighi di comunicazione trimestrali delle operazioni effettuate in presenza del parere contrario comitato OPC (art. 7, comma 1, lett. g), reg. OPC Consob vs. art. 5, c. 4 TD e art. 4, c. 1, dir. 2007/14/CE); convocazione dell’assemblea a mezzo stampa (art. 2366 c.c. e art. 113 *ter*, t.u.f., rispetto agli obblighi di comunicazione delle informazioni regolamentate v. art. 21, comma 1, e considerando 8 TD); contenuto dell’avviso di convocazione (art. 127 *quater*, t.u.f. vs. art. 17, comma 2, lett. da *a*) a *d*) TD); la responsabilità del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari ai sensi dell’art. 154-*bis* t.u.f. (v. art. 7, TD, ma art. 3, comma 1, che permette estensione ma solo 5 Stati membri hanno esteso responsabilità); non perfetta sovrapposibilità delle soglie delle partecipazioni rilevanti (art. 117, RE, Consob e art. 9 TD, ove il 3% scoraggia l’incremento dell’investimento gli investitori istituzionali e il 90% non previsto in sede UE); modalità di comunicazione delle partecipazioni rilevanti a Consob (v. allegato 4 vs art. 12, comma 1, lett. da *a*) a *d*)); impianto sanzionatorio (192 *bis*, 192 *quinquies*, 193 t.u.f., che non pare proporzionato, come richiesto da art. 28, TD).

- *MAR* (reg. UE 596/2014) — doppio binario sanzioni amministrative e penali (ma v. Corte cost. 149/2022 in tema di diritto d’autore che speriamo possa portare a un profondo ripensamento del sistema sanzionatorio); art. 114, comma 7, t.u.f. rispetto all’applicazione di *MAR* agli azionisti di controllo o con più del 10% (non certamente applicabile agli emittenti MTF ma il punto va chiarito v. art. 114, comma 12, t.u.f.), che forse potrebbe essere ripensato alla luce del *glod plating* permesso dalla direttiva *Transparency* (v. 120, 4 *bis*, t.u.f., e considerando 12 su dichiarazione intenzioni); artt. 110 e 111 Regolamento Emittenti, che, forse per un difetto di coordinamento, paiono imporre ulteriori obblighi informativi agli emittenti MTF;

- *Prospecto* - (reg. 2017/1129) la responsabilità del responsabile del collocamento (art. 94, comma 7, t.u.f.); applicazione poteri Consob *ex* art. 115 t.u.f. nei confronti dei soggetti controllanti e controllati dell’emittente e degli offerenti o alle persone che chiedono l’ammissione alle negoziazioni (art. 97, comma 1 e art. 113, comma 1, lett. *f*), t.u.f.). Si veda però la

⁽¹⁵⁾ V. in Francia la Loi Pacte (2019) che ha ridotto la soglia dal 95% al 90% per limitare comportamenti opportunistici di una risicata minoranza.

⁽¹⁶⁾ Art. 106, comma 3, lett. *b*), t.u.f., fattispecie non prevista dalla direttiva 25/2004, che forse deve essere ripensata? Potrebbe ad esempio essere previsto per le PMI la possibilità di escluderla senza limiti temporali (ora 5 anni).

Delibera Consob 22423/2022 dello scorso luglio che ha introdotto alcune novità quali la possibilità di redigere il prospetto in inglese, la revisione dei termini dell'istruttoria, e il potenziamento del *prefiling* anche su indicazioni dell'ESMA ⁽¹⁷⁾;

● *Bilancio* - Divieto adozione IFRS per società che possono redigere bilancio semplificato ⁽¹⁸⁾.

A mio avviso la quasi totalità di questi casi pare motivata da un eccesso di tuziorismo. Spesso sembra avere la meglio nel legislatore italiano un istinto spontaneo di precauzione con disposizioni introdotte nell'ordinamento in modo non sistematico ma, piuttosto, a mezzo di interventi legislativi occasionali e non organici, in risposta talvolta a crisi e scandali di varia natura ed entità mediatica ⁽¹⁹⁾.

5. Quo vadis?

Come intervenire per eliminare il *gold plating* così da rispettare uno degli obbiettivi cardine della riforma del diritto societario ossia “*di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali*” (v. art. 2, 1, (c), l. 366/2001).

La soluzione non può che essere un robusto, rapido (e coraggioso) intervento legislativo ⁽²⁰⁾ volto a modernizzare e semplificare il diritto societario e dei mercati finanziari e l'auspicio è che questa sia una delle priorità del prossimo Governo. Nel 2023 la riforma del Codice Civile compirà vent'anni, mentre il Testo Unico della Finanza i suoi venticinque anni.

Gli appelli in tal senso si susseguono e sono stati oggetti anche di un articolo di lunedì del Financial Times ⁽²¹⁾.

Per la verità nel nostro Paese gran parte del lavoro è già stato fatto dal Governo in carica e, in particolare, dalla Direzione V - Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario del MEF, diretta da Stefano Cappelletti, che ha pubblicato a inizio anno il Libro Verde intitolato *La competitività*

⁽¹⁷⁾ ESMA peer review, 21 luglio 2022, cit., ove vengono raccomandate delle semplificazioni rispetto al funzionamento dell'Autorità di Vigilanza e al procedimento di approvazione del prospetto in Italia.

⁽¹⁸⁾ D.lgs. 38/2005, art. 4, comma 6.

⁽¹⁹⁾ SICILARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in *BBTC*, I, 2016, p. 482 ss..

⁽²⁰⁾ In alcuni Stati membri questo processo è già stato avviato: v. *Anti-Gold-Plating-Gesetz* del 2019 in Austria (informazioni finanziarie); *Projet de loi portant suppression de sur-transpositions de directives européennes en droit français* del 2019 (semplificazione fusioni).

⁽²¹⁾ SCIORILLI BORRELLI, *Italy under pressure to boost appeal of Milan stock exchange*, 19 settembre 2022.

dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita (febbraio 2022), che ha ricevuto un ampio consenso dal mercato ⁽²²⁾.

Nel Libro Verde, alla cui redazione hanno partecipato Consob, Banca d'Italia, Borsa Italiana e diverse associazioni di categoria, sono indicati numerosi interventi di micro-regolamentazione ⁽²³⁾ volti a eliminare le disposizioni normative e regolamentari emanate nel corso degli anni in violazione del divieto di *gold plating*. Se adottati nella loro interezza si avrebbe una sensibile semplificazione (e potenziamento) del diritto societario ⁽²⁴⁾.

Come affermato in tale sede vi è l'impellente necessità di una revisione organica e sistematica degli assetti normativi e istituzionali, nell'ambito della disciplina del mercato dei capitali e del diritto societario "*che — in conseguenza della stratificazione di norme, primarie e secondarie, regole di quotazione e prassi amministrative — conducono a vincoli più stringenti e costi maggiori rispetto a quanto richiesto del diritto europeo armonizzato (cd. casi di "gold plating") e non risultano sostenute da adeguata motivazione, rappresentando delle eccezioni nel confronto europeo*".

Il report, predisposto dal MEF nel rispetto dei principi di *better regulation* UE, è contraddistinto da diverse direttive d'azione: *a)* impatto zero quanto ai costi per lo Stato; *b)* semplificazione avendo sempre a mente la protezione dei soci di minoranza e/o dei creditori; *c)* proporzionalità per le PMI; *d)* analisi delle *best practice* sviluppate negli altri Stati membri UE ⁽²⁵⁾, cogliendo, in quest'ultimo, il suggerimento formulato da Klaus Hopt in apertura del millennio ossia *v. looking beyond frontiers/learning from the neighbor's experiences* ⁽²⁶⁾ o da Paolo Montalenti quando parla di adeguamento spontaneo dei diritti nazionali a regole e principi affini ⁽²⁷⁾.

La strada sembra, quindi, tracciata e, andando oltre il *gold plating*, non pare più rinviabile un intervento legislativo organico ed è perciò essenziale che la politica e il Governo si concentrino senza indugio sugli strumenti più adeguati ad assicurare la competitività delle imprese italiane sui mercati nazionali e internazionali.

Come rilevato in un recente seminario da Piergaetano Marchetti (2022) "*il nostro sistema deve essere competitivo con i sistemi europei*".

⁽²²⁾ V. relazione illustrativa post consultazione del 1° luglio 2022.

⁽²³⁾ Alcuni suggeriti dall'OECD nel rapporto Capital Market Review Italy (2020).

⁽²⁴⁾ Come osservato (Marchetti 2016) il divieto di *gold plating* può essere esteso anche alle norme comunitarie già recepite e costituire un motivo di riflessione per espungere dal sistema derive di *over-compliance* cui in passato abbiamo ceduto e dalle quali siamo continuamente a rischio di seduzione.

⁽²⁵⁾ V. ad esempio, l'art. 45, bozza decreto rilancio (maggio 2020) ove interessanti spunti comparatistici circa l'estensione voto plurimo a società già quotate.

⁽²⁶⁾ HOPT, *Modern Company Law Problems: A European Perspective Keynote*, Company Law Reform in OECD Countries A Comparative Outlook of Current Trends, 2000.

⁽²⁷⁾ MONTALENTI, *Il diritto societario europeo*, in AA.Vv., *Il Nuovo Diritto delle Società, Le società*, IV, a cura di Montalenti, in *Trattato Diritto Privato dell'Unione Europea*, diretto da Ajani e Benacchio, Torino, 2022, p. 963 ss..

Competitivo non nel senso di ordinamento più permissivo, ma neppure nel senso di ordinamento più oneroso, più limitante” (28).

MARIO NOTARI

Ringrazio anche gli ultimi due relatori per la scrupolosa attenzione ai tempi. Mi sembra che diciotto minuti di sfioramento per una mattinata così ricca possano essere messi in conto.

Un’osservazione finale e poi una nota organizzativa per l’orario di ripresa dei lavori.

L’osservazione è la seguente: l’aggiramento e il *gold plating* sono due fenomeni che vanno apparentemente in senso opposto: tuttavia entrambi fanno sorgere dubbi sulla direzione da seguire nell’armonizzazione del diritto societario e questi dubbi possono tradursi in un quesito di fondo, che è da rinviare necessariamente alla relazione conclusiva del professor Enriques di domani mattina, che provo a formulare sinteticamente in questo modo: è forse vero che l’infrastruttura del diritto societario è meglio che sia prevalentemente affidata agli Stati, come del resto avviene nel modello analogo negli Stati Uniti, limitando al minimo gli interventi di armonizzazione, cioè che tutti questi problemi che stiamo vedendo siano in realtà problemi che debbano andare in questa direzione? Oppure è il modo di fare l’armonizzazione che va rivisto, ripensato, ripreso in mano?

D’accordo con il prof. Montalenti, che presiederà la sessione pomeridiana, aggiungiamo un quarto d’ora accademico all’orario del pomeriggio, che inizierà dunque alle tre e un quarto, puntuale.

Grazie a tutti. Buon pranzo e buona continuazione.

(28) MARCHETTI, *Intervento al seminario istituzionale sulla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate, Senato della Repubblica, 6ª Commissione Finanze e Tesoro*, 16 giugno 2022.

