

ISSN 0035-6018

Poste Italiane s.p.a. - Spedizione in a.p. - D.L. 353/2003 (conv. in L. 27/02/2004 n° 46) art. 1, comma 1, DCB (VARESE)

---

# RIVISTA DELLE SOCIETÀ

fondata da Tullio Ascarelli



direttori:

Alberto Crespi - Guido Ferrarini - Federico Ghezzi  
Piergaetano Marchetti - Giuseppe B. Portale  
Marco S. Spolidoro - Mario Stella Richter jr  
Marco Ventoruzzo

MARCO LAMANDINI \*

## **Evoluzione storica e prospettive del diritto societario europeo**

SOMMARIO: 1. Una premessa sul coraggio delle scelte e sul ruolo del diritto societario nel dare sostegno a tali scelte. — 2. Lezioni dal passato da ordinamenti diversi dall'Unione Europea. — 3. Lezioni dal passato dalla storia legislativa dell'Unione Europea in materia societaria. — 4. Lo sguardo rivolto al futuro. — 5. Come modernizzare il diritto europeo delle società — 6. Che fare in tema di diritto dei gruppi.

1. Le recenti considerazioni del Presidente Draghi con il suo rapporto sulla competitività (che meriterebbero di essere lette avendo a fianco, per i sorprendenti punti di contatto pur nell'ovvia consapevolezza della distanza storica ed economica che li separa, l'undicesimo dei *Federalist Papers* di Alexander Hamilton, quello sulla « Utility of the Union in Respect to Commercial Relations and a Navy » del 1787), così come le pagine del rapporto del Presidente Letta dedicate anch'esse al necessario consolidamento paneuropeo nei settori della finanza, dell'energia, delle comunicazioni, dei trasporti e della difesa, mentre mostrano in modo impietoso il ritardo che nel *presente* l'Europa ha accumulato su temi strategici a valenza non solo economica ma anche politica, ci richiamano al coraggio delle scelte. Il contributo, per quanto modesto, che il diritto societario può dare nel dare sostanza tecnica a queste scelte viene tanto dalle lezioni *del passato* quanto da una visione nuova per il *futuro*.

Delle lezioni del passato sembra qui sufficiente evidenziarne due. Una esterna, e una interna all'Unione.

2. Una prima lezione viene dalla risposta che occorre dare alla domanda sul come, in altri contesti ordinamentali, regole uniformi di diritto

(\*) Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università di Bologna.

societario o, viceversa, la concorrenza e l'arbitraggio normativo si siano posti nel rapporto con il fine dell'instaurazione e del buon funzionamento di un mercato economico integrato di carattere interstatale. Negli ordinamenti federali la risposta al quesito non è univoca. Quello che ai nostri fini rileva è tuttavia che, ove si guardi agli Stati Uniti emergono due profili meritevoli di attenzione. *In primo luogo*, per quanto per gli imperscrutabili disegni della storia le proposte di disciplina federale del diritto societario generale che furono avanzate oltre cento anni or sono durante la c.d. *Progressive Era* non ebbero mai successo, le *national banks* (e ora anche le *Fintech corporations*) e molte *public utilities* hanno in realtà uno statuto speciale di diritto societario federale (1). Non è dunque vero che quell'ordinamento, seppure soltanto in ambito settoriale, non abbia conosciuto processi di uniformazione federale del diritto societario. *In secondo luogo*, ma non con minor importanza, all'origine della concorrenza tra ordinamenti societari negli Stati Uniti, nel periodo compreso tra gli ultimi decenni del XIX secolo e il primo decennio del XX secolo, la disciplina di diritto societario che rivestiva effettivo rilievo al fine di orientare le preferenze della classe imprenditoriale era quella che riservava un trattamento più liberale alle operazioni societarie dirette al consolidamento industriale interstatale, rimuovendo i divieti di acquisto di partecipazioni e di fusione che originariamente il diritto statale prevedeva per preoccupazioni di tutela degli assetti concorrenziali del mercato (2). Circostanza, questa, che, se da un lato, conferma l'importanza delle più recenti iniziative europee in materia di *corporate mobility*, dall'altro lato corrobora anche l'osservazione di chi ha sottolineato come le odierne esperienze degli Stati Uniti e dell'Unione europea in punto di concorrenza tra ordinamenti societari « sono più apparenti che reali », dal momento che negli Stati Uniti si è ormai da tempo in presenza di un mercato interstatale integrato e dunque l'ordinamento federale è chiamato al più facile compito di mantenere quel mercato « e questo permette di alleggerire la mano federale

(1) La disciplina federale di diritto societario (speciale) applicabile alle c.d. *national banks* è quella del National Bank Act, ch. 106, 13 Stat. 99 (1864): su di esso v. L. MENAND - M. RICKS, *Federal Corporate Law and the Business of Banking*, in *Univ. Chic. L. Rev.*, 2021, 1362. Quella disciplina si applica ora anche alle c.d. *Fintech companies*, sulla base delle conclusioni raggiunte dal Secondo Circuito in *Vullo v OCC*, 378 F. Supp. 3d 271 (S.D.N.Y. 2019), deciso in appello come *Lacewell v OCC*, No. 19-4271 (2nd Cir. 2020). Esistono poi diverse centinaia di società che sono state costituite in via legislativa a livello federale con legge del Congresso, tra cui la *Federal Deposit Insurance Corporation* e numerose società nel settore delle ferrovie e delle *utilities*: per una elencazione esemplificativa v. ancora L. MENAND - M. RICKS, *ivi*, 1369-1375.

(2) Per un'ampia indagine comparata, v. C. HUTCHISON, *Corporate Law Federalism in Historical Context: Comparing Canada and the United States*, in *McGill Law Journal*, 2018, 109.

sulla barra del timone », mentre in Europa si è ancora nella fase della costruzione del mercato <sup>(3)</sup>.

Altri ordinamenti federali, a differenza degli Stati Uniti, hanno invece adottato un sistema completo di regole di diritto societario a livello federale, seppur talora non sostitutivo ma concorrente con quello statale. Se si rivolge lo sguardo fuori dall'Europa, esclusivamente federale è ad esempio l'ordinamento societario dell'India, sulla base del *Companies Act 2013* <sup>(4)</sup>, e lo sono quelli del Brasile, dell'Argentina e del Messico. Particolarmente emblematico del carattere evolutivo del rapporto tra diritto statale e diritto federale societario (con una tendenza del secondo a prevalere sul primo) è il caso dell'Australia, il cui *Corporations Act* del 2001 costituisce ora un unitario ordinamento federale delle società, che è venuto a sostituire, dopo due tentativi non riusciti nel 1962 <sup>(5)</sup> e nel 1978-1982 <sup>(6)</sup>, i preesistenti diritti societari statali. Ma ai nostri fini l'esempio più interessante sembra venire dal Canada e in particolare dal *Canada Business Corporations Act* del 1975 <sup>(7)</sup>, che, da un lato, illustra per differenza rispetto all'ordinamento nordamericano come una disciplina societaria federale (in quel caso largamente ispirata al modello inglese) che non era di ostacolo al consolidamento industriale ha nei fatti prevalso, nelle scelte degli operatori, sui concorrenti ordinamenti societari statali delle province e, dall'altro lato, che in quel contesto anche le scelte degli ordinamenti provinciali si sono nel tempo

<sup>(3)</sup> V. C. BARNARD, *Restricting restrictions: lessons for the EU from the US?*, in *Cambridge. L. J.*, 2009, 578, ricordato da A. VICARI, *Modelli, composizione e nomina degli organi di amministrazione e controllo nelle società quotate*, in *Il diritto societario europeo: Quo Vadis?*, a cura di P. Montalenti - M. Notari, Milano, 2023, 232, testo e nota 17. Per considerazioni in parte analoghe, evidenziando come il mercato del controllo societario europeo riferito alle grandi industrie europee sia strumentale al consolidamento paneuropeo e dunque norme che lo promuovono a livello europeo hanno una giustificazione di mercato interno e di politica industriale europea v. già M. LAMANDINI - B. DAJNER LIEB, *Report on the new proposal of a directive on company law concerning takeover bids and the achievement of a level playing field (with particular reference to the recommendations of the High Level Group of Company law Experts set up by the European Commission)* e M. LAMANDINI, *Equity markets, market efficiency and contestability of control in a trans-Atlantic perspective. The regulatory conundrum of the ownership structure in an internationally integrated financial market in the wake of directive 2004/25/EC on takeover bids*, in *RDS*, 2008, 384; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto. Un'ipotesi di lavoro*, in P. Montalenti (a cura di), *Unione europea: concorrenza tra imprese e concorrenza tra Stati*, Milano, 2016, 183; M. LAMANDINI - D. RAMOS MUNOZ, *EU Financial Law. An Introduction*, Milano, 2016, 360.

<sup>(4)</sup> Act No 18 of 29 August 2013, *An Act to consolidate and amend the law relating to companies*.

<sup>(5)</sup> *Strickland v. Rocla Concrete Pipes Ltd* (1971) 124 CLR 468.

<sup>(6)</sup> *New South Wales v Commonwealth* (1990) 169 CLR 482.

<sup>(7)</sup> RSC 1985, c C-44. Da notare che mentre i *Corporations Act* delle province di Alberta, Manitoba, New Brunswick, Newfoundland e Labrador, Ontario, Prince Edward Island, e Saskatchewan riprendono le previsioni uniformi del CBCA, gli ordinamenti societari di British Columbia, Nova Scotia e Quebec hanno previsioni di diritto societario che, per quanto influenzate dallo CBCA, presentano tratti autonomi: C. HUTCHISON (nt. 2), 139 ss.

conformate al modello federale, di modo che il tratto caratteristico dell'esperienza canadese sembra essere più quello dell'uniformità nella coesistenza tra diritto federale e statale che non quello della varietà di opzioni frutto di concorrenza tra ordinamenti <sup>(8)</sup>.

3. La lezione che viene dalla storia legislativa dell'Unione è, a sua volta, che, per quanto l'Europa non abbia, a sessanta anni dalla proposta di prima direttiva in materia societaria, ancora conseguito il risultato di un consolidamento industriale paneuropeo nelle industrie strategiche, finanziarie e infrastrutturali europee, quell'obiettivo era ciò non di meno ben presente nella visione lungimirante dei padri fondatori. Essi erano ispirati infatti dalla convinzione che il diritto societario dovesse agire da strumento del consolidamento transfrontaliero dell'impresa perché esiste una relazione biunivoca tra consolidamento pan-europeo dell'industria e progetto economico, sociale e politico europeo.

Non a caso già il Trattato di Roma, istitutivo della Comunità Economica Europea, prevedeva all'art. 54, paragrafo 1, che « entro la fine della prima tappa » (e cioè entro i primi 4 anni dall'entrata in vigore del Trattato) del periodo transitorio, il Consiglio avrebbe stabilito all'unanimità, su proposta della Commissione, un programma generale per la soppressione delle restrizioni alla libertà di stabilimento esistenti all'interno della Comunità. A sua volta l'art. 54, paragrafo 3, prevedeva — con notevole "modernità", a leggere ora le raccomandazioni del Presidente Letta per uno *European Business Act* (ispirato dal modello dello *Uniform Commercial Code*) — che il Consiglio e la Commissione avrebbero « soppr[esso] quelle procedure e pratiche amministrative contemplate dalla legislazione interna ovvero da accordi precedentemente conclusi tra gli Stati membri, il cui mantenimento sarebbe di ostacolo alla libertà di stabilimento » e « coordina[to], nella necessaria misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 58, secondo comma, per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi ». Parallelamente — ed è questo un punto che qui mette conto sottolineare proprio per la sua chiara funzione di promozione della dimensione europea dell'impresa — l'art. 220 del Trattato di Roma prevedeva che « gli Stati membri avvieranno fra loro, per quanto occorra, negoziati intesi a garantire, a favore dei loro cittadini [oltre al reciproco riconoscimento delle società a mente dell'articolo 58, comma secondo, il mantenimento della personalità giuridica in caso di trasferimento della sede da un paese a un altro] la possibilità di fusione di società soggette a legislazioni nazionali diverse ». Di conseguenza, i primi anni successivi al Trattato finivano con l'essere dedicati, prima ancora che ad armonizzare i diritti nazionali, a negoziare una Convenzione di diritto

<sup>(8)</sup> C. HUTCHISON (nt. 2), 139 ss.

internazionale privato che disciplinasse, tra gli Stati membri, il riconoscimento delle società <sup>(9)</sup> (convenzione che, pur sottoscritta a Bruxelles il 19 febbraio 1968, non entrò tuttavia mai in vigore) e parallelamente, a partire dal 1967 per dare attuazione all'art. 220, paragrafo 4 del Trattato CEE (poi divenuto art. 293 del Trattato CE e ora abrogato), in modo da introdurre regole certe che consentissero la realizzazione di fusioni intra-comunitarie, nell'intento appunto di dare attuazione all'obiettivo del Preambolo del Trattato « di garantire la possibilità di fusione di società soggette a legislazioni nazionali diverse ». L'obiettivo era quello di introdurre una vera e propria normativa uniforme in materia di fusioni internazionali mediante una specifica convenzione <sup>(10)</sup>, che tuttavia non veniva mai approvata. E poiché l'idea di un 28esimo regime per il diritto societario europeo è stata di recente nuovamente evocata dal Presidente Letta nel suo rapporto, giova anche rammentare, tra le lezioni della storia che l'Europa può trarre da sé stessa, che fu del 1959 (e *motu proprio*) la proposta, dall'olandese professor Pieter Sanders di uno statuto uniforme di società europea <sup>(11)</sup>: idea che, su impulso della Commissione, veniva dapprima discussa in un convegno parigino del 1960 <sup>(12)</sup>, e poi, nel dicembre 1966, su richiesta del governo francese cui la Commissione dava seguito, veniva tradotta in un progetto di disciplina della commissione di esperti presieduta dal medesimo professor Sanders (e di cui faceva pure parte il prof. Gustavo Minervini) <sup>(13)</sup>. Già al-

<sup>(9)</sup> Convenzione di Bruxelles del 19 febbraio 1968 avente ad oggetto il reciproco riconoscimento delle società e delle persone giuridiche nella Comunità: su di essa v. all'epoca, almeno, B. GOLDMAN, *Rapport concernant la convention sur la reconnaissance mutuelle des sociétés et personnes morales signée à Bruxelles le 29 février 1968 (article 220, troisième alinéa du traité de Rome, instituant la Communauté économique européenne)*, in *Rev. Mar. Comm.*, 1969, 712; G.M. UBERTAZZI, *Riconoscimento e stabilimento delle società nella Comunità Economica Europea*, in questa *Rivista*, 1970, 532.

<sup>(10)</sup> Un comitato di esperti nel 1967 aveva elaborato un progetto preliminare di convenzione sulle 'fusioni internazionali' che aveva l'obiettivo piuttosto ambizioso di eliminare gli ostacoli determinati dalle differenze esistenti tra le legislazioni nazionali in tema di fusioni con società straniere. Dai lavori di tale comitato emerse nel 1973 la prima proposta di Convenzione in tema di fusioni di società anonime predisposta dalla Commissione, in seguito ritirata in quanto conteneva una serie di rinvii agli Stati membri le cui legislazioni non disciplinavano in maniera armonizzata l'operazione di fusione. La Commissione presentò, quindi, nel 1984 una proposta di decima direttiva in materia di fusione transfrontaliera. La proposta di direttiva, tuttavia, rimase bloccata per trent'anni a causa della frammentarietà della disciplina in materia fiscale in tema di fusione e per lo scetticismo espresso dal Parlamento europeo in relazione alle tutele approntate in favore dei lavoratori: A. SANTA MARIA, *Diritto commerciale europeo*, Milano, 2008, 224. I progetti preliminari di convenzione del 1967 e 1973 si leggono rispettivamente in questa *Rivista*, 1968, 737 e 1973, 978. Su di essi v. R. LUZZATTO, *La convenzione CEE sulla fusione delle società*, in *Riv. int. scienze econ. comm.*, 1974, 1209.

<sup>(11)</sup> P. SANDERS, *Vers une société anonyme européenne*, in questa *Rivista*, 1959, 1163.

<sup>(12)</sup> V. gli atti in *Revue du Marché Commun*, 1960, numero speciale.

<sup>(13)</sup> SAE Studi CEE 1967, Serie concorrenza, n. 6. In argomento v. G. MINERVINI, *Alcuni problemi connessi alla creazione di una società di tipo europeo*, in questa *Rivista*, 1966, 984; P. SANDERS, *La Société Commerciale Européenne*, *ivi*, 1968, 233.

lora, con ciò che, a posteriori, può dirsi lungimiranza tecnica e politica, tale progetto — non giudicando maturi i tempi per un più ambizioso disegno legislativo europeo — non prevedeva regole uniformi di diritto comunitario dirette a disciplinare un nuovo tipo, sopranazionale, di società commerciale bensì offriva un modello tipo di statuto compatibile con i diversi ordinamenti nazionali, il quale tuttavia non avrebbe escluso la concorrente applicazione del diritto societario dell'ordinamento nazionale "di origine".

4. Senza indugiare tuttavia troppo a lungo in un nostalgico, seppur istruttivo, esercizio di memoria, conviene ora provare a rivolgere lo sguardo sul futuro. I tempi che viviamo sollecitano infatti un cambio radicale di prospettiva, come quello evocato dal Presidente Draghi nelle sue illuminanti, e al tempo stesso disarmanti, considerazioni sulla competitività europea. In questa prospettiva si pongono almeno due questioni di vertice: (a) Come modernizzare il diritto europeo delle società e (b) che fare in tema di diritto dei gruppi di società.

5. La prima questione attiene al profilo della società "monade" nella intersezione tra diritto societario europeo, Unione dei mercati dei capitali e Unione bancaria. In questo contesto sembra inevitabile una maggiore armonizzazione della disciplina societaria degli emittenti — sia quelli con titoli ammessi sui mercati regolamentati, sia quelli con titoli negoziati su piattaforme multilaterali di negoziazione o quelli ammessi ai portali di *crowdfunding*, naturalmente con regole ispirate al principio di proporzionalità.

Lo strumento che si è dimostrato appropriato allo scopo, in questo contesto, negli ambiti in cui l'armonizzazione ha già avuto luogo, è quello di direttive di armonizzazione massima, che utilizzano (anche) la base giuridica dell'art. 114 TFEU. In una prospettiva di effettiva, e più rapida convergenza economica, l'armonizzazione dovrebbe essere ora ispirata il più possibile ad una regolamentazione per principi che demandi ai regolamenti di attuazione della Commissione, sulla base di atti preparatori predisposti dall'AESFM (ESMA, nella più consueta nomenclatura inglese) e alle linee guida e raccomandazioni dell'AESFM stessa ai sensi dell'art. 16 del regolamento istitutivo 1095/2010 il ruolo di completamento e di adattamento all'incessante evoluzione dei mercati.

Questo processo di armonizzazione massima degli emittenti è necessario per assicurare, attraverso la loro piena comparabilità, effettiva integrazione dei mercati dei capitali domestici e la loro confluenza nell'unitario mercato dell'Unione, in modo che, attraverso l'unificazione dei mercati ancora nazionali del *corporate equity* e *debt*, si raggiunga *infine* quello spessore e liquidità degli scambi che finora hanno nei fatti reso del tutto insufficiente in Europa il finanziamento delle imprese attraverso il mercato dei capitali.

Ciò ha diverse implicazioni di politica del diritto. Da un lato, giustifica

l'attrazione al processo di armonizzazione della disciplina degli emittenti di materie allo stato rimaste in gran parte estranee ad esso, come i principi e le raccomandazioni sulla *corporate governance* <sup>(14)</sup> (non tuttavia il tema dei modelli di amministrazione e controllo, atteso che l'esperienza sembra dimostrare che la coesistenza di più modelli alternativi non è di ostacolo alla loro comparabilità, piena riconoscibilità e dunque valutazione da parte dei mercati) e al tempo stesso il passaggio da forme di armonizzazione minima o opzionale a forme di armonizzazione massima nelle materie già fatte oggetto di intervento in passato da parte del legislatore dell'Unione. Dall'altro lato, giustifica un serio lavoro di verifica sul se e in quali termini serva un maggiore avvicinamento, seppur ovviamente non una piena equiparazione di discipline e nel rispetto del principio di proporzionalità, tra l'emittente con azioni quotate su un mercato regolamentato e quello con azioni ammesse alle negoziazioni su una piattaforma multilaterale di negoziazione, ad esempio rispetto alle previsioni della direttiva sui diritti degli azionisti, a quelle in tema di offerte pubbliche di acquisto e trasparenza o di *corporate governance* <sup>(15)</sup>. Frammentazioni nazionali nella sostanza balcanizzano il mercato interno dei capitali muovendo in direzione opposta rispetto agli obiettivi propri della Unione dei mercati dei capitali. In terzo luogo, giustifica, anche ad evitare sempre più ampi fenomeni di "aggiramento" del regime armonizzato del capitale, un affrancamento della (sola) società azionaria che non acceda al mercato dei capitali ("private" o "closed" nella nomenclatura inglese) da regole la cui più intellegibile funzione è quella di tutela di tale mercato, come avviene appunto con le regole armonizzate in materia di capitale. Ciò consegnerebbe maggiori spazi alla concorrenza tra ordinamenti in relazione alla *private company*, quale ne sia il tipo societario (s.r.l. o s.p.a. chiusa) e presenterebbe in particolare il vantaggio da dare agli Stati membri la possibilità di offrire, alle società per azioni diverse da quelle che fanno ricorso al mercato dei capitali, la scelta tra due possibili regimi del capitale tra quello attuale e quello fondato sul c.d. *solvency test* (non necessariamente privando invece i soci delle tutele che derivano dalla funzione organizzativa del capitale in punto di competenze).

Peraltro, l'idea di uno spettro di armonizzazione connotato da un "crescendo", dai tipi societari meno evoluti a quelli più evoluti, è connaturata alla storia del diritto societario europeo. Allo stato attuale di sviluppo del processo di integrazione, per i tipi meno evoluti, sembra sufficiente concentrare gli sforzi di politica legislativa nel verificare se e in che misura le discipline armonizzate in tema di pubblicità e informazione finanziaria meritino, e in che misura, estensione anche alle società di persone (regolari), con tutti

<sup>(14)</sup> V. CARIELLO, *Il Codice di Corporate Governance. Da soluzione a problema*, Torino, 2024.

<sup>(15)</sup> F. ANNUNZIATA, "The Best of All Possible Worlds? The Access of SMEs to Trading Venues: Freedom, Conditioning and Gold-Plating", EBI Working Paper No. 96/2021.

gli adattamenti necessari ad evitare, in coerenza con il principio di proporzionalità, l'imposizione di costi regolamentari eccessivi e ingiustificati. Quanto ai tipi più evoluti, sembra invece urgente poter completare il prima possibile un disegno coerente e complessivo di armonizzazione massima della disciplina della grande impresa azionaria che opera sui mercati dei capitali.

Nel fare questo, peraltro, sembra anche auspicabile che possano aversi talune qualificate differenze di regolamentazione per classi di emittenti. In particolare, per *financial corporates* e *regulated industries* nei settori strategici delle comunicazioni, energia, trasporti, e difesa che accedono al mercato dei capitali (a differenza che per gli altri emittenti) il conseguimento di una dimensione europea non è ulteriormente procrastinabile, e necessita pertanto di scelte imperative di armonizzazione massima anche sul piano della contendibilità del controllo, ad esempio rendendo imperativa la regola di neutralizzazione dell'art. 11 della direttiva OPA o prevedendo il *compulsory share exchange* quale forma tecnica complementare alla fusione transfrontaliera<sup>(16)</sup>. Quelle esigenze non sembrano invece ricorrere per i *non financial corporates*, le PMI, le imprese che operano sui mercati di crescita, per i quali regole ispirate a flessibilità e autonomia, anche sul piano del mercato del controllo societario, appaiono adeguate.

Quanto poi alle società di capitali che si collocano tra i due estremi ora considerati — che rappresentano l'area quantitativamente più popolata — non è agevole comprendere in che misura la scelta tra il tipo s.p.a. e quello della s.r.l. giustifichi un effettivo divario di trattamento sul piano del diritto armonizzato. Mentre una graduazione delle regole sembra trovare una genuina ragion d'essere funzionale se fondata su altri parametri, quale ad esempio la dimensione (PMI o non PMI), occorre anche considerare che la *legacy* storica di molte norme per le s.p.a. determina inevitabilmente un effetto di "pietrificazione" che non sarà agevole superare (ed è dunque improbabile che lo sia, almeno nel breve e medio termine)<sup>(17)</sup>.

<sup>(16)</sup> Negli studi preparatori del gruppo ICLEG della direttiva *corporate mobility* del 2019 era stata invero prevista una norma generale allo scopo, che tuttavia non confluiva nel testo di proposta di direttiva per il timore che potesse incontrare ostacoli politici alla sua approvazione: su tale istituto e l'auspicabile trapianto dall'esperienza nordamericana (e non solo) all'Europa, v. L. ENRIQUES, *A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange*, in *U. Pa. J. Int'l L.*, 2013, 541 e in *ECL*, 2014, 214; M. LAMANDINI, *Voto plurimo, tutela delle minoranze e offerte pubbliche di acquisto*, in *Giur. comm.*, 2025, I, 184; ID., *L'OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell'industria europea*, in questa *Rivista*, 2022, 922.

<sup>(17)</sup> Sempre valido, a riguardo, il puntuale monito di C. ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu - F. Messineo - L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Milano, 2012, 17: « a ben guardare, però, sia la storia sia chiare indicazioni di diritto scritto possono suggerire un capovolgimento di prospettiva: che sia cioè preferibile, e più adeguato alla concreta realtà normativa, muovere da una considerazione dei connotati che alla società per azioni derivano dai suoi rapporti con il mer-

Una postilla, in relazione alla suggerita armonizzazione massima della disciplina degli emittenti che accedono ai mercati dei capitali, attiene al ruolo uniformatrice dell'interpretazione e applicazione giudiziale delle regole armonizzate. Qui risulta evidente come il principio di autonomia procedurale debba progressivamente cedere e far maggior spazio a quello di effettività ed equivalenza<sup>(18)</sup>. Ciò sul piano della politica del diritto suggerisce di armonizzare anche gli aspetti processuali delle azioni in materia societaria<sup>(19)</sup> alle quali è consegnato l'*enforcement* privato della disciplina di armonizzazione massima (sulla falsariga del modello in materia di agenzie di *rating*)<sup>(20)</sup>. In prospettiva, più a lungo termine, si pone la rivisitazione del sistema delle corti<sup>(21)</sup>.

6. Un secondo aspetto meritevole di un meditato intervento di riforma attiene al diritto dei gruppi. Si tratta, come è noto, di un tema antico, dal momento che i lavori preparatori per un diritto armonizzato dei gruppi presero avvio in occasione del 48esimo *Deutschen Juristentag* del settembre 1970, grazie al contributo davvero anticipatore di Marcus Lutter<sup>(22)</sup>, che animò anche, a partire dal 1987, il *Forum Europaeum Konzernrecht*. Fallito il tentativo di armonizzazione mediante la proposta di IX direttiva, la Commissione aveva prospettato una possibile iniziativa legislativa con il suo Action Plan del 2003. Tuttavia, malgrado la pubblicazione di un nuovo contributo del *Forum Europaeum* nel 2015<sup>(23)</sup> e di due rapporti ICLEG

cato finanziario, poi verificando in che senso si abbia un *minus* di disciplina (o una disciplina in parte diversa) quando tali rapporti in concreto non sussistono ».

<sup>(18)</sup> Se infatti si accetta che gli emittenti che accedono al mercato dei capitali debbano essere destinatari di disposizioni di armonizzazione massima, è da attendersi che anche in questo contesto possano trovare applicazione i principi espressi dalla Corte nella materia del credito al consumo (che è parimenti oggetto di armonizzazione massima), proprio in tema di rapporto tra il principio di autonomia procedurale, effettività ed equivalenza: v. almeno C-693/19 e C-831/19 *Banca Desio* [2022] ECLI:EU:C:2022:395 (principio poi puntualmente recepito da Cass., Sez. un., 6 aprile 2023, n. 9479).

<sup>(19)</sup> M. LAMANDINI - D. RAMOS MUNOZ, *Two (provocative) ideas for a test-case: An EU hybrid court for private-law disputes in the law of finance, and how?*, in *RDS*, 2023, 173 (ove anche più ampi riferimenti alla giurisprudenza della Corte di Giustizia). V. anche, in commento a C-910/19 *Bankia v Union Mutua* [2021] ECLI:EU:C:2021:433, M. LAMANDINI - D. RAMOS MUNOZ, *Can you have a Capital Markets Union without harmonised remedies for securities litigation?*, in *EULawLive, Weekend Edition*, 19 giugno 2021, 15.

<sup>(20)</sup> Art. 35-bis del Regolamento 1060/2009, come modificato.

<sup>(21)</sup> M. LAMANDINI - D. RAMOS MUNOZ, *Finance, Law, and the Courts*, Oxford, 2023, in specie 465 ss.

<sup>(22)</sup> Lo ricorda diffusamente W. SCHON, *Konzernrecht in Europa*, in *ZIP*, 2020, 2496 (ove tutti i riferimenti).

<sup>(23)</sup> *ZGR*, 2015, 507.

predisposti per i servizi legislativi della Commissione <sup>(24)</sup>, le più recenti iniziative della Commissione hanno toccato solo marginalmente il gruppo, e cioè solo a fini informativi sulla sua struttura con la direttiva 2025/25/UE e come area di operatività dei principi organizzativi e delle cautele previsti dalla direttiva 2024/1760/UE sulla *sustainability due diligence*. A dispetto di ciò, la Corte di giustizia ha progressivamente riconosciuto, specialmente affrontando questioni di natura fiscale, il valore organizzativo del gruppo assegnando rilievo anche giuridico ai vantaggi organizzativi insiti nelle strutture societarie di gruppo transfrontaliere, in quanto idonee a creare valore e a far conseguire gli obiettivi del mercato interno <sup>(25)</sup>. È difficile dire se i tempi siano maturi per una disciplina generale di armonizzazione dei gruppi, con adeguate salvaguardie per gli azionisti esterni e semmai di natura opzionale come è stato anche di recente suggerito <sup>(26)</sup> o se abbia ragione chi <sup>(27)</sup> reputa che non sia ancora venuto il tempo per questo ambizioso progetto e che spetterà alla prossima generazione di giuristi assolvere a questo compito.

Quale che sia il destino della disciplina generale dei gruppi, sembra tuttavia non più procrastinabile l'armonizzazione della disciplina dei gruppi finanziari che accedono al mercato dei capitali. Per essi occorrono (e si tratta di una necessità urgente tanto nel contesto dell'Unione Bancaria quanto in quello dell'Unione dei mercati dei capitali) regole certe, di natura imperativa, di armonizzazione massima capaci di identificare comuni principi che valgano ad assicurare certezza, in presenza delle necessarie salvaguardie, in tema di operazioni infragruppo a livello transfrontaliero, in modo da consentire una *capital and liquidity management* accentrata di gruppo <sup>(28)</sup>. A

<sup>(24)</sup> *Report on information on groups* e *Report on the recognition of the interest of the group*, entrambi del 2016, reperibili in <http://ec.europa.eu/justice/civil/company-law/index.en.htm> e in [www.ssrn.com](http://www.ssrn.com).

<sup>(25)</sup> C-524/04 *Test Claimants in the Thin Cap Group Litigation* [2007] ECLI:EU:C:2007:161; C-311/08, *Société de Gestion Industrielle* [2010] ECLI:EU:C:2010:26; C-528/12 *Mömax* [2014] ECLI:EU:C:2014:51; C-292/16 *A Oy* [2017] ECLI:EU:C:2017:888; C-386/14, *Groupe Steria* [2015] ECLI:EU:C:2015:524; C;C-382/16 *Hornbach Baumarkt* [2018] ECLI:EU:C:2018:366. V. a riguardo, per assai puntuali considerazioni, W. SCHÖN, *Organisationsfreiheit und Gruppeninteresse in Europäischen Konzernrecht*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2019, 343.

<sup>(26)</sup> L. ENRIQUES - S. GILOTTA, *The Case Against a Special Regime for Intragroup Transactions*, ECGI Working Paper No. 641/2022; G. SCOGNAMIGLIO, *I gruppi di società: poteri e responsabilità*, in *Il diritto societario europeo: Quo Vadis?*, a cura di P. Montalenti - M. Notari, Milano, 2023, 249.

<sup>(27)</sup> Peter Hommelhoff, come ricorda W. SCHÖN (nt. 22), 2498 (ove i riferimenti).

<sup>(28)</sup> M. LAMANDINI, *Banking groups and their challenges in crisis management*, in *RDS*, 2023, 833; Id., *Interstate consolidation and group-wide capital and liquidity management to foster financial stability and deepen market integration*, in *Giur. comm.*, 2024, I, 279; Id., *SSM ten years since. Where are we*, *ivi*, 2024, I, 526 e in Banca d'Italia, *SSM Regulation, ten years since*, Quaderno di Ricerca Giuridica della Consulenza Legale n. 101/2024, 21. Per talune prime considerazioni nel quadro dei lavori preparatori della Direttiva 2014/59 (BRRD), v. già M. LAMANDINI, *A margine dei lavori preparatori della Commissione per un EU framework for the*

dispetto dell'armonizzazione minima delle regole in materia di operazioni con parti correlate (che generano indesiderati effetti di *ring fencing* nazionale nella disciplina prudenziale bancaria) e delle (pur esistenti) somiglianze, le regole procedurali e i criteri di valutazione sostanziale di queste operazioni sono tuttora differenziate a livello nazionale e ciò finisce con il creare pernicioso incertezza *ex ante* ed *ex post* di ciascuna operazione che sia soggetta al regime societario di diversi ordinamenti, rendendo talora impossibile o assai rischioso il compimento di operazioni pur economicamente necessarie. Né la disciplina settoriale ha finora potuto fare sufficiente argine, come ben illustra l'esempio degli accordi di sostegno finanziario infragruppo pur previsti (ma rimasti fino ad ora sostanzialmente sulla carta) in ambito bancario dagli articoli 19-26 della direttiva 2014/59/UE. Inoltre, questa direttiva ha sì dettato regole speciali uniformi, ma solo per gli interventi di sostegno che abbiano luogo in una particolare (e assai specifica) fase di risanamento e al verificarsi di particolari condizioni, mentre in ogni altro momento della vita del gruppo bancario transfrontaliero la legittimità delle operazioni infragruppo è rimesso all'operare delle regole di "diritto comune" dei gruppi, attualmente ancora dettate dai singoli ordinamenti nazionali.

*crisis management in the financial sector: problemi vecchi e nuovi in tema di gruppi bancari in crisi*, in *Studi in memoria di Pier Giusto Jaeger*, Giuffrè, 2011, 381.

