

RIVISTA  
TRIMESTRALE  
DI DIRITTO  
DELL'ECONOMIA

RASSEGNA  
DI  
DOTTRINA  
E  
GIURISPRUDENZA

COMITATO DI DIREZIONE

M. ANDENAS - F. CAPRIGLIONE - M. PELLEGRINI  
D. ROSSANO - M. SEPE - V. TROIANO

4 / 2024

ISSN: 2036 - 4873

# RIVISTA TRIMESTRALE DI DIRITTO DELL'ECONOMIA

---

[WWW.RTDE.LUISS.IT](http://WWW.RTDE.LUISS.IT)

La sede della Rivista è presso  
la Fondazione G. Capriglione Onlus,  
Università Luiss G. Carli,  
Viale Romania 32, 00197 Roma.

## *Comitato di Direzione*

M. Andenas - F. Capriglione - M. Pellegrini - D. Rossano - M. Sepe - V. Troiano

## *Direttore Responsabile*

F. Capriglione

## *Comitato Editoriale*

F. Affinito – G. Alfano – C. Marasco

I contributi pubblicati in questa Rivista potranno  
essereriprodotti dalla Fondazione G. Capriglione Onlus  
su altreproprie pubblicazioni, in qualunque forma.

*Autorizzazione n. 136/2009, rilasciata dal Tribunale di Roma in data 10 aprile 2009.*

## COMITATO SCIENTIFICO

E. Bani, P. Benigno, R. Bifulco, A. Blandini, M. Brogi, R. Calderazzi, N. Casalino, M. Clarich, R. Cocozza, G. Colavitti, G. Conte, P. E. Corrias, G. C. Corvese, M. De Poli, G. Desiderio, L. Di Donna, F. Guarracino, F. Di Porto, V. Donativi, P. Gaggero, I. Ingravallo, S. Landini, V. Lemma, R. Lener, P. Lucantoni, L. Ludovici, N. Lupo, A. Mangione, E. Maria Lombardi, G. Martina, R. Miccù, F. Moliterni, G. Napolitano, M. Passalacqua, M. Rabitti, P. Reichlin, A. Sacco Ginevri, I. Sabbatelli, F. Sartori, A. Sciarrone, D. Siclari, A. Urbani, P. Valensise, A. Zimatore

### REGOLE DI AUTODISCIPLINA PER LA VALUTAZIONE DEI CONTRIBUTI

Al fine di assicurare uno standard elevato della qualità scientifica dei contributi pubblicati, nel rispetto dei principi di integrità della ricerca scientifica, la Rivista adotta un modello di revisione dei manoscritti proposti per la pubblicazione che contempla il referaggio tra pari a doppio cieco (*double blind peer review*).

I contributi inviati alla Rivista sono oggetto di esame da parte di due valutatori individuati all'interno di un elenco, periodicamente aggiornato, di Professori ordinari, associati e ricercatori in materie giuridiche. L'assegnazione è effettuata dal Comitato di Direzione in accordo con il Direttore Responsabile tenendo conto delle aree di competenza di ciascun revisore e in assenza di conflitti di interessi con l'autore/l'autrice del contributo.

Il contributo è trasmesso dal Comitato editoriale ai *referees* in forma anonima, unitamente ad una scheda di valutazione.

A seguito del referaggio, attraverso comunicazione telematica da parte del Comitato editoriale, l'Autore riceve la scheda contenente il parere anonimo reso dai valutatori. Se i valutatori si esprimono a favore della pubblicazione senza modifiche, il contributo è avviato alla pubblicazione. Se anche uno solo dei valutatori si esprime a favore della pubblicazione subordinandola a modifiche, i rilievi così formulati sono trasmessi all'Autore (sempre in forma anonima). Nel caso in cui l'Autore decida di uniformarvisi, egli trasmette il contributo modificato al Comitato editoriale che, su indicazione del Comitato di Direzione, può inoltrarlo di nuovo al valutatore oppure procedere direttamente alla pubblicazione. In caso di valutazione finale positiva, il contributo è avviato alla pubblicazione; in caso contrario, il Comitato di Direzione valuta se rifiutare il contributo o procedere a un'ulteriore fase di revisione.

In ogni caso, in presenza di pareri dissenzienti tra i valutatori, il Comitato di direzione si assume la responsabilità di procedere alla pubblicazione, previo parere di un componente del Comitato scientifico scelto *ratione materiae*. Qualora entrambi i valutatori esprimano parere negativo alla pubblicazione, il contributo viene rifiutato a meno che il Direttore non ne autorizzi la pubblicazione se ritiene che esso soddisfi gli *standard* scientifici della Rivista.

Per ogni ulteriore chiarimento si rinvia al Codice Etico pubblicato sul sito internet della Rivista

## PARTE PRIMA

### ARTICOLI

FRANCESCO CAPRIGLIONE – *Testo dell’Audizione parlamentare su un disegno di legge concernente la riforma della legge n. 49 del 2016* ( Text of the parliamentary hearing on a bill concerning the reform of Law No. 49 of 2016)..... 311

SANDRO AMOROSINO – *I doveri costituzionali di solidarietà economica delle persone e degli enti privati* (The constitutional rights of economic solidarity of individuals and private entities) .....329

ALMA AGNESE RINALDI – *Apertura delle S.r.l. al mercato dei capitali tra crowdfunding e dematerializzazione* (The access of S.r.l. to the capital market between crowdfunding and dematerialization).....349

### VARIETÀ

MIRELLA PELLEGRINI – *Relazione alla tavola rotonda: Verso l’Open Finance. Profili regolatori e di mercato, Luiss, 11 ottobre 2024, Aula Magna, via Parenzo, 11* (Presentation at the Round Table: Towards Open Finance. Regulatory and Market Perspectives, Luiss, October 11, 2024, Aula Magna, Via Parenzo 11).....384

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

GIUSEPPE DESIDERIO – *La «conoscenza del business bancario» nella recente giurisprudenza di legittimità in materia di sanzioni amministrative bancarie* («Knowledge of the Banking Business» in Recent Supreme Court Case Law on Administrative Banking Sanctions) Nota a Cass. Civ., 31 luglio 2024, n. 21502.....202

PARTE PRIMA

ARTICOLI

**TESTO DELL'AUDIZIONE PARLAMENTARE SU UN DISEGNO DI  
LEGGE CONCERNENTE LA RIFORMA  
DELLA LEGGE N. 49 DEL 2016**

*(Text of the parliamentary hearing on a bill concerning the reform of  
Law No. 49 of 2016)*

**ABSTRACT:** *In questo scritto si riportano le considerazioni prospettate sul disegno di legge disposto dal Senato della Repubblica italiana n. 136, riguardante la disciplina della banche di credito cooperativo (BCC), nella prospettiva di procedere alla riforma della legge n. 49 del 2016. La riflessione è incentrata, pertanto, sulla problematica del 'gruppo bancario cooperativo', introdotto dalla nominata legge n. 49, e conseguentemente sulla perdita della specializzazione operativa delle BCC che, su un piano sostanziale, è stata attuata da tale legge, previo assoggettamento di dette banche ad una sostanziale eterogestione da parte delle capogruppo, cui esse sono legate da un «contratto di coesione» (che dovrebbe regolare i reciproci rapporti). Nel condividere l'impianto sistemico del disegno di legge n. 136, l'analisi suggerisce di prevedere in alternativa al 'gruppo' il modello del cd. IPS (Institutional Protection Scheme) il quale, oltre a conformare il mercato bancario italiano a quello europeo, eviterebbe agli enti di tale tipologia bancaria, che attualmente godono ancora di autonomia gestionale, di essere fagocitati da gruppi creditizi di grandi dimensioni, riuscendo in tal modo a conservare il loro status di soggetti indipendenti.*

*This paper presents reflections on Bill no. 136, issued by the Senate of the Italian Republic, concerning the regulation of cooperative credit banks (BCC), with a view to reforming Law no. 49 of 2016. The discussion is therefore focused on the issue of the 'cooperative banking group', introduced by the aforementioned Law no. 49, and, consequently, on the loss of the operational specialisation of BCCs which, in substantive*

*terms, was brought about by said law, through the subjection of these banks to substantial external management by the parent companies, to which they are bound by a “cohesion contract” (intended to regulate mutual relations). While endorsing the systemic framework of Bill no. 136, the analysis proposes the consideration of the so-called IPS (Institutional Protection Scheme) model as an alternative to the ‘group’. This model, in addition to aligning the Italian banking market with the European one, would prevent institutions of this banking type—which currently still enjoy managerial autonomy—from being absorbed by large banking groups, thus allowing them to preserve their status as independent entities.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. – 2. Le motivazioni a base della riforma della l. n. 49/2016. – 3. Per un nuovo regime disciplinare delle BCC: le proposizioni normative del d.d.l. n. 136 – 4. I tratti distintivi dell’I.P.S... – 5. *Segue:* ...la sua configurabilità di valida alternativa al ‘gruppo bancario cooperativo’. – 6. I punti deboli dell’attuale proposta normativa. – 7. Conclusioni.

1. Ho accolto con vivo piacere l’invito, a me formulato dalla Commissione Finanze del Senato, che mi consente di tornare in questa sede per esaminare i contenuti di un disegno riformatore della ‘cooperazione di credito’; problematica da me già affrontata in due precedenti audizioni tenute nel marzo del 2016 e nel febbraio del 2022. Tengo subito a precisare che la specificità del disegno di legge n. 136, oggetto d’analisi dell’incontro odierno, ascrive peculiare rilievo ad una prospettiva di riforma della legge n. 49 del 2016, da me auspicata in detti incontri con argomentazioni che, pur suscitando l’interesse dell’uditorio, non hanno avuto l’esito atteso da me e da numerose BCC.

Non è mia intenzione soffermarmi, ancora una volta, sui tratti distintivi della normativa riguardante le ‘banche di credito cooperativo’, tematica a me cara avendo nel corso di mezzo secolo ad essa dedicato molteplici lavori scientifici; mi limiterò, pertanto, a ricordare solo il principale elemento caratterizzante della stessa che, attualmente, si compendia nell’imporre agli appartenenti alla categoria di aderire ad

un «gruppo bancario cooperativo», pena la perdita della *licenza*.

Ritengo, inoltre, opportuno far presente che, al momento dell'adozione della menzionata legge n. 49, l'impianto sistemico delle BCC - a seguito delle innovazioni legislative introdotte dal TUB nel 1993, prima, e dalla riforma del diritto societario di inizio millennio, poi - si qualificava per la presenza di una specificità operativa riconducibile al legame localistico di tali enti creditizi; per cui sul piano giuridico può affermarsi che i profili strutturali e funzionali di questi ultimi denotano uno spostamento della causa negoziale dalla prestazione mutualistica all'integrazione nel territorio (Oppo).

Com'è noto, l'aspetto rilevante della riforma del 2016 si individua nella regolazione del "gruppo bancario cooperativo", agglomerato imprenditoriale destinatario della c.d. vigilanza consolidata, correlata allo stretto rapporto di interdipendenza economico patrimoniale tra i soggetti che ne fanno parte. Come è stato evidenziato dalla prevalente dottrina (tra gli altri: Alpa, Pellegrini, Sacco Ginevri, Sabbatelli, Lemma), tale formula soggettiva è portatrice di un disegno strategico che sottopone ad una 'direzione unitaria' i partecipanti al gruppo in vista del perseguimento di un interesse comune, che travalica quello dei singoli componenti dell'aggregato.

Pertanto, come viene puntualizzato nella *relazione* al citato disegno di legge n. 136 la riferibilità al 'gruppo' ha determinato, sul piano delle concretezze, la perdita della *specializzazione operativa* delle BCC e l'assoggettamento di queste ultime ad una sostanziale *eterogestione* da parte delle capogruppo, cui esse sono legate da un «contratto di coesione» (che dovrebbe regolare i reciproci rapporti). Ciò in quanto la normativa speciale prevede che l'asse del governo partecipativo passa dal socio (*i.e.* la BCC) all'azione della capogruppo, determinando lo spostamento del centro decisionale delle strategie bancarie in una sede lontana dai territori di riferimento degli enti creditizi che aderiscono al gruppo (Sacco Ginevri).

Pertanto, può dirsi di essere in presenza di una effettiva *capitis deminutio* degli

appartenenti alla categoria, desumibile in primo luogo dall'ampiezza dei poteri della capogruppo. Questi ultimi, infatti, in aggiunta alla individuazione ed attuazione degli indirizzi strategici ed operativi dell'aggregato, sono estesi alla revoca, in casi motivati, di uno o più componenti degli organi di amministrazione e di controllo delle BCC, giungendo finanche alla imposizione di operazioni di fusione tra soggetti virtuosi ed altri in situazioni di crisi.

Le indicazioni desumibili dalla mia attività professionale mi hanno mostrato enti creditizi costretti a subire la imposizione di operazioni effettuate a costi superiori a quelli di mercato, subendo talora forme di *prevaricazione* da parte delle capogruppo, vuoi quando queste agiscono in modalità incuranti delle prescrizioni del «contratto di adesione» (ad esempio: disconoscendo i cd. vantaggi compensativi), vuoi quando trascinano le BCC in pericolose avventure, come nel caso dell'impegno di Cassa Centrale Banca ad assumere il controllo di Carige, ipotesi operativa che ad avviso della dottrina (Sepe) ha esposto il gruppo trentino ad una sorta di *ibridizzazione*.

E' evidente come il complesso disciplinare in parola ha finito col travolgere il tradizionale principio della libertà delle scelte imprenditoriali, elemento centrale del nostro sistema giuridico economico.

2. Espone con chiarezza siffatta realtà il riferimento, rinvenibile nella *relazione* al disegno di legge n. 136, alla *sofferenza* causata alle «BCC di minori dimensioni ... (dall')... inasprimento della regolamentazione che ha comportato ... l'innalzamento non proporzionale dei costi amministrativi ad essa connessi ... (e) ... un eccesso di adempimenti non proporzionati ... rispetto alla loro effettiva funzionalità»; ciò in relazione alla circostanza che dette banche sono «considerate, ai fini della valutazione dei rischi, come banche *significant*, pur restando singolarmente di dimensioni patrimoniali *less significant*».

In tale premessa, si comprende la ragione per cui l'intervento della politica, finalizzato al superamento delle distonie che oggi si rinvergono nel settore della

cooperazione di credito, ha riguardo alla possibilità di estendere a tutte le BCC la applicabilità del modello di aggregazione bancaria disciplinato dall'IPS. Appare evidente, a mio avviso, come - in presenza di una indubbia *mutazione genetica* degli appartenenti alla categoria - il regolatore sia intenzionato a far chiarezza, a rinvenire un opportuno rimedio per evitare le difficoltà in cui dette banche s'imbattono di frequente; criticità condivisa da autorevoli studiosi di diritto della economia i quali, fin dalla emanazione del d.l. n. 18 del 2016, poi convertito nella legge n. 49 s.a., hanno sottolineato il carattere problematico e carico di ambiguità di quest'ultima.

Sotto altro profilo, ritengo che, con tutta probabilità ha mosso il legislatore, il fatto che l'attuale modalità operativa delle BCC determini inevitabilmente implicazioni negative a livello di finanziamento delle PMI; ed invero l'inquadramento delle BCC in una realtà di gruppo sottrae al mercato la presenza di banche di prossimità, facendo venir meno il noto criterio della *biodiversità bancaria*. Ciò, ad avviso di un'autorevole dottrina economica (Masera), incide negativamente sulla possibilità di applicare un modello organizzativo che si qualifichi come particolarmente adeguato alle dimensioni delle imprese industriali, che in Italia vedono in prevalenza strutture imprenditoriali medio piccole.

In tale contesto non può trascurarsi di considerare che ulteriori fattori di squilibrio operativo nel settore della cooperazione di credito possono venire dalle difficoltà alle quali verosimilmente vanno incontro i due gruppi bancari cooperativi italiani, costretti a competere con altri più grandi sul piano dimensionale e di certo più agguerriti a livello manageriale, essendo dotati di una *expertise* consolidata nei decenni. Da qui il conseguente ridimensionamento da parte delle BCC del supporto finanziario ai loro tradizionali settori di riferimento, caratterizzati da modelli d'impresa destrutturata (non valutabile, quindi, sulla base dei canoni utilizzabili dai sistemi di *rating* e *pricing*).

Sussistono, quindi, adeguate motivazioni che ben giustificano l'esigenza di sottoporre a revisione l'impianto normativo della riforma del 2016, la cui formulazione

risulta non coerente con la prospettiva di un adeguato sviluppo delle BCC, costrette ad assolvere con fatica ai propri compiti istituzionali; esigenza di riforma che risponde, inoltre, anche alla finalità di evitare che si creino “distorsioni nella concorrenza a danno delle banche di minori dimensioni”, come si precisa nella già richiamata *relazione*.

3. Prima di passare all'esame dei contenuti del disegno di legge n.136, ritengo opportuno, tuttavia, evidenziare le reali ragioni che rendono difficili gli interventi di riforma della legge n. 49.

Come ho avuto modo di precisare nell'audizione del 2022, a base della riforma si rinviene la scarsa patrimonializzazione delle BCC, le quali (operando, come poc'anzi ho detto, con le piccole e medie imprese) vanno annoverate tra gli enti creditizi che sono stati maggiormente contagiati dalla crisi finanziaria del 2007. Al riguardo, rileva l'elevato numero di procedure di commissariamento che, in special modo negli anni 2013-2014, sono state attivate dalle autorità di settore nei confronti di tali banche.

Ciò spiega il significativo ruolo svolto dalla Banca d'Italia nel promuovere, all'inizio di questo millennio, la modifica dell'assetto disciplinare della categoria; mi riferisco a taluni interventi di autorevoli esponenti di tale autorità nei quali viene sottolineata la «rilevanza delle iniziative avviate .... per accrescere la coesione interna al sistema, l'integrazione della rete e la capacità di gestire situazioni di crisi». Da qui un susseguirsi di considerazioni che evidenziano la necessità di guardare con favore i meccanismi che «coniugando il modello cooperativo con quello d'impresa» consentono una «adeguata organizzazione» ed un «efficace governo societario» (Tarantola).

Va osservato, peraltro, che l'organo di vigilanza bancaria - di fronte alla situazione di difficoltà in cui versavano le BCC a seguito della citata crisi finanziaria del 2007 - al fine di pervenire prontamente ad un riequilibrio sistemico della categoria ha optato per una posizione definita da autorevoli studiosi come *dimissionaria* (Sepe), rispetto alla politica interventistica in passato da esso seguita. Da qui il *favor* dal

medesimo manifestato per la riforma disciplinare sfociata nella costituzione del 'gruppo bancario cooperativo'; ciò, nella consapevolezza che, in relazione alla entità dimensionale del gruppo, le prescrizioni normative del *Meccanismo Unico di Vigilanza* avrebbero dato luogo ad un trasferimento alla BCE della supervisione sulle BCC, con ovvio *disarcico di responsabilità* da parte della Banca d'Italia, come ho avuto modo di precisare in alcuni miei scritti.

Alle considerazioni che precedono deve aggiungersi che la applicazione della regolazione introdotta a seguito della costituzione dell'Unione Bancaria Europea ha comportato un cambiamento delle modalità di esercizio della supervisione bancaria, ora condivisa tra le autorità nazionali e quelle europee; cambiamento che, sul piano delle concretezze, si è tradotto in un'attenuazione delle tradizionali, rigorose modalità d'intervento sugli appartenenti al settore del credito.

Nel delineato contesto ha giocato un ruolo significativo la inclinazione dei vertici dell'ordinamento finanziario a favorire la grande dimensione bancaria. Si addivene, per tal via, ad una costruzione prudenziale che è, per certi versi, complanare alla logica della finanza globalizzata, per cui si determina una tendenza a modificare la composizione del mercato, che si vuole animato, in via prevalente, da grandi banche. Ciò, nonostante che agli inizi di questo millennio - in un periodo di ottimismo generalizzato sui benefici attesi dai consolidamenti bancari e dalla prospettiva del menzionato cambiamento dimensionale - il futuro governatore della Banca d'Italia, dr. Fabio Panetta, avendo studiato quantitativamente gli effetti delle fusioni bancarie, ne valutava in chiave critica i vantaggi, per cui la sua indagine evidenziava un quadro di luci e ombre che tendeva a differenziarsi dalla visione euforica prevalente.

Significativamente distante dall'orientamento del dr. Panetta è la posizione di Andrea Enria, il quale nel decorso quinquennio, ricoprendo la carica di Presidente del Consiglio di Vigilanza della BCE, ha manifestato una netta propensione per le aggregazioni tra gli appartenenti al settore bancario, in vista del conseguimento di una grande dimensione degli stessi. Infatti, tale obiettivo viene da Lui ritenuto funzionale

al superamento di situazioni di crisi, verosimilmente ipotizzabili nell'era post-pandemica; ciò, nel presupposto che la grande dimensione conferisca agli enti creditizi caratteristiche di efficienza e resilienza maggiori rispetto a quella che presentano i soggetti abilitati medio-piccoli.

E', questa, una tesi che non trova conferma negli esiti della scienza economica la quale non reca chiare evidenze sulla circostanza che la grande dimensione bancaria (piuttosto che i meccanismi di rete) di per sé rappresenti un migliore presidio per affrontare situazioni di crisi. A ciò si aggiunga che detto assunto, a mio avviso, contrasta col principio del pluralismo bancario che, da tempi lontani, identifica secondo la dominante dottrina (De Vecchis) uno dei cardini fondanti del sistema finanziario italiano.

4. La lettura del disegno di legge che qui ci occupa non può prescindere, altresì, da alcune considerazioni sui tratti distintivi dell'IPS, desumibili dalla normativa europea relativa allo schema di aggregazione in parola, nonché dagli esiti di talune felici sperimentazioni di tale prototipo sia nella Provincia autonoma di Bolzano, sia in numerosi paesi europei (tra cui Austria e Germania, nelle quali un IPS può essere riconosciuto anche come *Deposit Guarantee Scheme* [DGS] e, dunque, essere abilitato a svolgere un ruolo di garante dei depositi).

Necessita premettere che il modello organizzativo denominato (IPS) *Institutional Protection Scheme* identifica «un sistema di tutela istituzionale, consistente in un accordo di responsabilità contrattuale o previsto dalla legge» finalizzato a tutelare gli enti partecipanti, garantendo «la loro liquidità e la loro solvibilità per evitare il fallimento ove necessario»; definizione, questa, riconducibile alle puntuali indicazioni al riguardo formulate nel Regolamento (UE) n. 575/2013 del Parlamento Europeo e del Consiglio, relativo ai requisiti prudenziali per gli enti creditizi e le imprese di investimento (cd. CRR), il quale all'art. 113, parag.7, ne disciplina la figura. Si è in presenza, quindi, di una formula che, come avevo modo di osservare in

passato, si estrinseca attraverso un meccanismo di ‘garanzie incrociate’ destinato a promuovere la *solidarietà* tra tutti gli enti che ad essa aderiscono.

Nello specifico, può dirsi che l’IPS assolve ad una funzione preventiva che si sostanzia nel supportare finanziariamente i partecipanti qualora vengano a trovarsi in condizioni economiche reputate *critiche* (Pistocchi). Ovviamente, a fronte del sostegno finanziario necessario per far fronte ad eventuali situazioni di difficoltà, si individua vuoi una struttura organizzativa profondamente diversa rispetto a quella del ‘gruppo bancario cooperativo’, vuoi un sostanziale recupero di una logica mutualistica che, nel caso delle BCC, potrebbe segnare l’apertura a forme di localismo bancario. Significativo, al riguardo, è l’elevato livello di indipendenza di cui i singoli enti partecipanti fruiscono successivamente alla loro adesione all’IPS. Ciò in quanto quest’ultimo non è tenuto al perseguimento di un ‘interesse comune di gruppo’, per cui nella fattispecie non sono ravvisabili gli estremi di un «consolidamento» del relativo bilancio con quello degli altri partecipanti all’aggregato

e della correlata qualifica, ora ascritta alle BCC, di banca *significant*.

Inoltre, gli IPS non devono sottostare ad imposizioni di qualsivoglia genere da parte della capogruppo, atteso che al *gestore* di tali aggregati bancari compete una mera ‘funzione di coordinamento’ ispirata al principio della “mutualità senza fine di speculazione”, dovendo perseguire un preciso scopo “consortile che si estrinseca nella salvaguardia della liquidità e della solvibilità degli enti aderenti” (Bonamini). Ne consegue che detto coordinatore si limita a promuovere “standard e metodologie uniformi per i sistemi di gestione e controllo dei rischi... mediante l’adozione di istruzioni o raccomandazioni”, come si evince dallo statuto della *Raiffeisen Südtirol IPS Società cooperativa*, alla quale è demandato il ruolo di gestore dell’ “aggregazione cooperativa” esistente nella Provincia di Bolzano. Da qui la conseguente riferibilità dell’attività posta in essere dal gestore a tutte le operazioni utili alla realizzazione degli scopi sociali, ivi compresa l’emissione (nei confronti dei partecipanti) di obbligazioni ed altri strumenti finanziari finalizzata al raggiungimento dell’oggetto sociale.

E' evidente come il ricorso a siffatta modalità di aggregazione tra enti creditizi consente a coloro che ad essa aderiscono di conservare - a differenza di quanto si riscontra nel 'gruppo bancario cooperativo'- una piena autonomia gestionale. Non a caso, valutando siffatta realtà, in epoca immediatamente successiva all'emanazione della legge n. 49, ravvisavo nell'IPS una valida alternativa al 'gruppo cooperativo' considerando tale modello organizzativo in grado di "preservare il localismo e rafforzare la solidità finanziaria degli appartenenti alla rete di soggetti" partecipanti a detto organismo; tesi accolta con favore da significativa parte della dottrina la quale al riguardo ha sottolineato che "negli IPS l' autonomia delle singole entità è la regola di fondo" (Troiano).

Da ultimo, è bene far presente che gli IPS in ambito UE hanno una notevole rilevanza in termini assoluti, poiché aderisce a detto 'sistema di tutela' circa il 50% degli enti creditizi dell'area dell'euro. Inoltre le banche cooperative e le casse di risparmio sono i due principali settori in cui si registra la presenza di IPS, con riguardo ai quali la BCE (in apposite Guide) tiene a precisare che 'caratteristica saliente' è l'elevato livello di autonomia e indipendenza dei singoli enti creditizi, donde la loro distinzione dai gruppi bancari consolidati. Significative, al riguardo, sono anche le indicazioni contenute in alcuni studi sull'IPS commissionati dal Parlamento europeo al fine di evidenziare i punti di forza e di debolezza di tale 'sistema di tutela'; indagine che conferma la propensione a guardare con favore la possibilità di realizzare il modello di aggregazione in parola, quale valida alternativa alla realtà di gruppo.

5. Sulla base delle considerazioni sin qui esposte, risulta evidente che l'IPS denota una specificità che lo renderebbe - come già ho avuto modo di sottolineare nella mia audizione parlamentare del 2022 - particolarmente idoneo ai fini della identificazione di un prototipo utilizzabile nella ricerca di un assetto ottimale della soggettività bancaria cooperativa, ponendosi come *valida alternativa* al modello attualmente praticato agli enti creditizi della categoria.

Pertanto, correttamente nel d.d.l. n. 136 si prevede che l'adesione alla "aggregazione bancaria cooperativa" deve essere *alternativa* rispetto a quella al "gruppo bancario". Tale criterio disciplinare è di certo orientato al rispetto dell'autonomia decisionale delle BCC; esso, infatti, evidenzia l'intento legislativo di evitare un'imposizione *tout court* del modello di aggregazione soggettiva che si vuole introdurre, demandando ogni scelta al riguardo agli enti che intendono optare per l'adozione del modello cui è dedicata ampia parte delle disposizioni che si vogliono introdurre. .

Detta alternatività si individua: (a) in sede di adesione al "gruppo bancario cooperativo" ovvero all'IPS, quale condizione per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività bancaria e (b) in presenza di particolari situazioni nelle quali l'ente creditizio può incorrere, come il "recesso" (che "opera di diritto" al ricevimento dalla capogruppo della relativa comunicazione) o l' "esclusione" dalle tipologie aggregative in parola; situazioni che, al contempo, identificano il presupposto per dar corso ad un passaggio (dell'ente interessato ad una 'migrazione') dall'una o dall'altra formula strutturale. Va da sé che tale costruzione disciplinare tiene conto anche del fatto che il tempo trascorso dall'emanazione della legge n. 49 può aver agito da fattore catalizzatore nel creare situazioni di 'avvicinamento' (*rectius*: nell'avviare un dialogo) tra le capogruppo e gli appartenenti alla categoria, ora più disponibili, ad accettare (con minore ritrosia rispetto al passato) le richieste provenienti da un organo gestorio *distante ed autoritario*.

Conferma la tesi dianzi proposta la circostanza che la normativa sulla costituzione e sul funzionamento dell'IPS riflette le indicazioni della regolazione UE, delineando un *framework* istituzionale nel quale si individua un innovativo rapporto d'interazione tra le BCC all'interno dell'IPS. Più precisamente, quest'ultimo è caratterizzato da regole volte ad assicurare "il raggiungimento delle finalità mutualistiche e dell'operatività territoriale e localistica delle banche di credito cooperativo... nonché la sana e prudente gestione delle stesse". Ciò nel rispetto

dell'indipendenza gestionale dei partecipanti, la quale è riconducibile, in special modo, alla presenza di un 'contratto di coesione' dai contenuti particolari, nonché ai criteri che regolano la relazione che gli enti creditizi intrattengono col 'gestore' dell'IPS.

Nello specifico mi riferisco ai "compiti dell'ente gestore" (che deve essere una s.p.a. in possesso dei requisiti e delle autorizzazioni per l'esercizio dell'attività bancaria, con patrimonio netto pari ad almeno 500 milioni di euro), puntualmente indicati in una nuova disposizione (art. 37-*quater*, TUB) introdotta dal d.d.l. in esame.

Tali compiti trovano esplicazione in un'attività di indirizzo, di controllo e classificazione dei rischi, oggetto del 'contratto di coesione', nonché in "interventi preventivi, ispirati al principio di proporzionalità, sulla operatività delle singole banche di credito cooperativo", essendo finalizzati a "limitare i rischi di liquidità e di solvibilità". Siamo in presenza di un apparato dispositivo che tiene ferma l'osservanza dei principi cardini della sistematica creditizia (pluralismo, autonomia gestionale, rispetto dei requisiti prudenziali), per cui può ipotizzarsi che esso dovrebbe favorire l'esercizio di un'attività orientata alla realizzazione di strategie gestionali idonee allo sviluppo dei mercati locali.

Ritengo, peraltro, opportuno segnalare che la previsione normativa di una patrimonializzazione particolarmente elevata come quella indicata nel d.l.l. appare eccessiva rispetto alle finalità ed alla natura dei compiti del gestore. Questi, invero, effettua interventi di carattere finanziario nei confronti dei partecipanti in 'crisi' nei limiti consentiti dai fondi che le banche aderenti, nei termini e nelle modalità fissati nello statuto dell'IPS, sono tenute a versare per supportare, ove ne sussistano i presupposti, l'ente creditizio bisognoso di liquidità. Ne consegue che, in conformità ad un equilibrato principio che tenga conto del rapporto tra "mezzi e fini", dovrebbe essere almeno dimezzato l'indicato ammontare del patrimonio netto dell'ente gestore.

Meritevoli di attenzione devono ritenersi, poi, le disposizioni del d.d.l. n. 136 relative al procedimento autorizzativo necessario per la costituzione dell'aggregazione bancaria cooperativa. Esse riguardano, in via prevalente, l'identificazione dei compiti

assegnati alla Banca d'Italia *in subiecta materia* e, in particolare le verifiche di conformità e congruità che quest'ultima è tenuta ad effettuare in sede di rilascio del provvedimento abilitativo. Al riguardo, viene tra l'altro in considerazione l'esame: (a) della rispondenza del contratto di adesione alle previsioni dell'art. 113, par.. 7, (b) dei requisiti patrimoniali, reddituali e di funzionalità delle banche di credito cooperativo aderenti, (c) della sussistenza di cause idonee ad "impedire" il trasferimento dei fondi propri o il rimborso di passività in seno al sistema di tutela istituzionale.

Tali accertamenti impegnano, in modo significativo, l'organo di vigilanza, che diviene destinatario di incombenze che vanno ad aggravare l'onere determinato dalle attuali sue funzioni istituzionali. Tale gravame di certo potrebbe interagire negativamente, come si dirà qui di seguito, sul piano della fattibilità del progetto relativo alla introduzione dell'IPS nel sistema bancario italiano; ciò, tanto più in quanto nel d.d.l. in osservazione si demanda alla Banca d'Italia anche la tenuta di un apposito 'albo' delle aggregazioni bancarie cooperative.

Sotto altro profilo, deve ritenersi che - anche in considerazione dei contenuti di altre disposizioni che completano il quadro disciplinare della aggregazione bancaria cooperativa - appare indubbia la necessità di correlare gli auspicabili esiti positivi della riforma di cui trattasi ad una attiva interventistica dell'autorità di supervisione. Si condivide, in tale logica, anche un'ulteriore forma di coinvolgimento della Banca d'Italia, chiamata dal d.d.l. ad esercitare, in aggiunta ai compiti di cui si è detto, il suo istituzionale 'potere di normazione secondaria'. Indicativa, al riguardo, è la previsione relativa all'intervento di tale autorità in sede di emanazione di 'disposizioni di attuazione' in ordine al procedimento abilitativo dianzi menzionato, nonché ad altri significativi momenti dell'*iter vitae* dell'IPS (tra i quali rilevano le modalità di esercizio dei poteri di revoca ovvero opposizione alla nomina dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo).

6. Avrete notato che nel corso di questa audizione ho fatto frequentemente uso

del condizionale. Ciò non è dovuto ad una sfiducia in ordine alla intrinseca validità dell'impianto sistemico ovvero dei contenuti del d.d.l., la quale – come ho più volte sottolineato – ha il mio pieno apprezzamento.

Per vero, non mi induce a pensare il contrario la presenza di alcuni punti deboli dell'attuale testo normativo, come la previsione secondo cui l'imposizione di un obbligo decennale “verso il precedente sistema di garanzia” in capo alla BCC che intende esercitare il recesso; disposizioni che contrastano con gli interessi dei soggetti destinatari delle stesse e, dunque, sono suscettibili di contestazione. Non v'è alcun dubbio che queste ed altre antinomie di scarso rilievo, sulle quali non mi intrattengo, potrebbero essere eliminate nel corso dell'*iter* parlamentare della riforma.

Considerazione a parte va rappresentata con riguardo alla previsione normativa del d.d.l. secondo cui il ruolo di ente gestore dell'IPS può essere assunto anche da una delle attuali capogruppo. Tale disposizione si presta ad un duplice ordine di conseguenze. Essa potrebbe essere decisamente contrastata dagli enti interessati, ove questi ultimi dovessero procedere *tout court* alla sostituzione della loro attuale configurazione giuridica con quella di un istituendo IPS. Ed invero, l'interesse alla conservazione del loro attuale *status* per le ragioni che qui di seguito si esporranno, a mio avviso, con molte probabilità, potrebbe indurre le nominate capogruppo ad assumere un atteggiamento ostile all'applicazione di una norma siffatta; ciò, fermo restando che è ipotizzabile anche l'eventualità di un riscontro positivo della proposizione normativa di cui trattasi, con la riserva di accettare il cambiamento nella logica gattopardesca di lasciare immutata la presente realtà.

Per converso, sotto altro profilo, il conferimento della qualifica di gestore dell'IPS potrebbe essere ben accetta dalle nominate capogruppo qualora prendessero atto che una loro contrarietà alla assunzione di tale ruolo finirebbe per favorire inevitabilmente una diaspora delle BCC partecipanti al 'gruppo bancario', attratte dalla possibilità di fruire della valida alternativa costituita dagli IPS presenti nel sistema finanziario.

Le mie perplessità sono determinate dalla consapevolezza che ogni valutazione sulle prospettive di successo del provvedimento normativo in esame non può prescindere da un attento riferimento ad alcuni condizionamenti che sono di ostacolo alla sua realizzazione e rischiano di relegare l'attuale progetto di riforma nel "libro dei desideri".

Ciò posto, ritengo che a monte di ogni intrapresa legislativa necessita il superamento di alcune barriere, che non esito a definire di natura tecnocratica, che fanno ipotizzare a molti (anche appartenenti al mondo della 'cooperazione di credito') che ormai, per quel che concerne la regolazione delle BCC, il "dado è tratto" e *non si tornerà mai più indietro*.

Mi riferisco, in primo luogo, alla posizione negli ultimi anni assunta dalla Banca d'Italia di sostanziale *favor* - per le ragioni dianzi esposte - alla conservazione del modello del 'gruppo bancario cooperativo'. Al riguardo, è il caso di rappresentare come detta autorità abbia sostituito, col passar degli anni, all'originario atteggiamento *silente*, assunto di fronte al diffuso malcontento delle BCC per le modalità applicative della legge n. 49, un'interpretazione di quest'ultima che non offre alcuno spazio alle aspettative di cambiamento.

Ed invero, detta istituzione non ha dato riscontro alle istanze delle BCC che talora si sono rivolte ad essa per ottenere un'azione salvifica che le sottraesse ai gravami della riforma, né ha preso in considerazione, nella sua linea comportamentale, il fatto che alcuni enti creditizi hanno ipotizzato finanche la possibilità di dismettere la loro essenza bancaria, al fine di rinvenire una *way out* dalla insostenibile realtà nella quale erano stati catapultati dalla legge n. 49. Ma v'è di più. Da taluni interventi del Governatore Visco, da me richiamati nell'audizione del 2022, si evince che le aspettative di molte BCC sembrano destinate a dissolversi. All'uopo ricordo le parole, pronunciate in un incontro all'ABI (Roma, 16.09.2020), nelle quali si esprime dissenso per la tesi che intende «esaltare i pregi del modello della piccola banca del territorio...(in quanto) .. la sua sostenibilità è oggi messa in pericolo dalle

trasformazioni economiche in atto».

A ciò si aggiunga il convincimento, espresso da tale Governatore nella assemblea dell'ABI del 2021, secondo cui “la creazione dei gruppi cooperativi... non è in contrasto né con la natura mutualistica delle banche aderenti, ...né con la necessità di mantenere uno stretto contatto ... con il territorio di appartenenza”. A mio avviso, non v'è dubbio alcuno che tali parole indicano l'intento di non voler procedere ad un “ravvedimento operoso” - come ebbi a sostenere nella audizione del 2022 - e, dunque, esprimono l'orientamento a voler tener ferme le linee della regolazione attualmente in vigore.

Altra complessa realtà - che, sul piano sostanziale, è di ostacolo alla attuazione di un progetto di riforma proteso a sostituire il modello dell'IPS a quello del “gruppo cooperativo bancario” - si individua nella *resistenza* che di certo i vertici dei due gruppi cooperativi, oggi presenti nel nostro ordinamento del credito, opporranno all'ipotesi di un cambiamento disciplinare della categoria. Essi, infatti, dall'entrata in vigore della legge n. 49 - avvalendosi di un'interpretazione spesso *impropria* del ‘contratto di coesione’ - hanno affermato nei confronti delle BCC una primazia che si fonda, tra l'altro, sull'adozione di linee (spesso troppo rigide) di “direzione unitaria” del gruppo e si manifesta attraverso comportamenti non accettabili, ai quali ho fatto in precedenza riferimento.

E' evidente come si determini, in tal modo, il presupposto per configurare una volontà degli organi preposti alla gestione del ‘gruppo’ volta a *conservare* nel tempo l'esercizio del ‘governo societario’. Ovviamente, non può sottacersi che la presenza dei vertici aziendali degli aggregati di gruppo - orientati, come ho anticipato, ad un *agere* che riflette la linea comportamentale tipicamente propria dei ‘centri di potere’ - rischia di alterare la tradizionale riferibilità a criteri, regole e procedure interne che ordinariamente assicurano adeguati livelli di equilibrio nel perseguimento degli obiettivi di *performance*, *sicurezza*, *reporting* e contabilità.

Va da sé che, al fine di contrastare possibili innovazioni della regolazione speciale, con tutta probabilità le due attuali capogruppo - e con esse anche

l'organismo associativo della categoria (Federcasse), presumibilmente schierato nel contrastare il cambiamento - *faranno leva* sulla esigenza di evitare gli "elevati costi" che dovranno essere assunti dagli appartenenti alla categoria per smantellare la costruzione sistemica realizzata nell'ultimo decennio.

7. Il triste esito che si prospetta al termine di queste mie considerazioni può forse essere evitato se la politica sarà disponibile a proporre di adottare il modello IPS, valutandone l'essenza in una logica che abbia riguardo a finalità di carattere generale.

Al riguardo ritengo che dovrebbe essere possibile addivenire, in sede parlamentare, ad una convergenza tra le differenti posizioni politiche ove queste ultime valutino i positivi risultati rivenienti dalla attuazione degli 'impegni' *in subjecta materia* assunti in passato da esponenti sia della *maggioranza* che della *opposizione*. Sono orientato in tal senso dagli interventi a tutela delle BCC svolti, tra gli altri, dall'*ex Premier* Conte (nel suo primo discorso programmatico), dall'attuale Ministro degli esteri on. Antonio Tajani (nel contesto dell'assemblea di Federcasse) e dall'on. Bagnai (in un *meeting* tenutosi a Firenze al quale partecipai unitamente a Valerio Onida).

In tale premessa, a mio avviso, sarebbe opportuno dare spazio alla esigenza di emendare in parte il testo del presente d.d.l. al fine di estenderne la valenza applicativa oltre il comparto delle BCC, sì da poter ricomprendere nel perimetro dell'IPS anche tutte le altre tipologie soggettive bancarie previste dalla legislazione speciale (i.e. anche le banche popolari e quelle costituite in forma di s.p.a.). L'opzione per una più ampia portata dell'aggregato creditizio in parola dovrebbe essere raccordata alla necessità di *conformare* il mercato bancario italiano a quello europeo e, dunque, al perseguimento dello scopo di migliorare la efficienza complessiva dell'intero sistema finanziario del nostro Paese.

A tal riguardo rileva il riferimento alla realtà di numerosi Stati membri dell'UE nei quali, come in precedenza ho sottolineato, detta formula aggregativa è divenuta prevalente rispetto ad altre, tanto da coinvolgere circa il 50% degli enti creditizi

dell'area dell'euro. E' evidente, quindi, che l'introduzione di tale figura nel nostro ordinamento eviterebbe alle banche di piccole dimensioni, che attualmente godono ancora di autonomia gestionale, di essere fagocitate da gruppi creditizi di rilevante entità, riuscendo in tal modo a conservare il loro *status* di soggetti indipendenti.

La *way out*, qui indicata per consentire alla politica di uscire da un *impasse* decisionale, si individua nel riferimento alla flessibilità tipicamente propria del modello IPS, elemento caratterizzante che rende quest'ultimo idoneo a trovare applicazione non solo in contesti nei quali i partecipanti alla *rete* sono banche *less significant*. Esso, infatti, in altri Stati membri ha trovato realizzazione anche in ambiti nei quali i soggetti coinvolti sono banche *significant* ovvero appartengono ad entrambe le categorie dimensionali (ciò spiega la ragione per cui si è talora dato vita ad IPS cd. *ibridi*).

In tale ordine d'idee l'approvazione del provvedimento legislativo oggi esaminato potrebbe trovare un'ampia giustificazione in sede politica in quanto la sua *ratio* sarebbe riconducibile in primo luogo alla tutela di un interesse nazionale, quale si individua nel proposito di conseguire un livello ottimale delle strutture finanziarie del nostro Paese.

**Francesco Capriglione**

## I DOVERI COSTITUZIONALI DI SOLIDARIETÀ ECONOMICA DELLE PERSONE E DEGLI ENTI PRIVATI\*

*(The constitutional rights of economic solidarity of individuals and  
private entities)*

**ABSTRACT:** *L'art. 2 della Costituzione bilancia il riconoscimento dei diritti fondamentali con l'imposizione alle persone ed agli enti privati del dovere di solidarietà economica. I giuristi hanno studiato soprattutto i diritti ma poco i doveri costituzionali. Il principio fondamentale di solidarietà economica è declinato in vario modo negli articoli della Costituzione che riguardano i rapporti economici. I principi enunciati riguardano: la funzione sociale della proprietà; l'utilità sociale dell'impresa; il razionale sfruttamento del suolo nell'agricoltura; la funzione economica aggregativa delle imprese cooperative; la partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese; la tutela del risparmio nelle attività finanziarie. Questi obiettivi sono attuati mediante le regolazioni economiche costituite da leggi, regolamenti, programmi e controlli amministrativi.*

*The second article of Italian Constitution balances the recognition of fundamental rights with the imposition on private individuals and entities the duty of economic solidarity. The fundamental principle of economic solidarity is expressed in various ways in the articles of the Constitution that concern economic relations. The principles set out concern: the social function of property; the social utility of business; the rational exploitation of land in agriculture; the economic aggregative function of cooperative enterprises; the participation of workers in the management of enterprises; the protection of savings in financial activities. These objectives are implemented through*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

Il lavoro è dedicato al compianto, carissimo amico, Guido Alpa, che mi ha incoraggiato a riprendere e sviluppare precedenti note sul tema. Ringrazio vivamente l'amico Prof. Gianni Luchena per i commenti ad una prima versione dello scritto.

*economic regulations consisting of laws, regulations, programs and administrative controls.*

**SOMMARIO:** 1. Il limitato interesse dei giuristi per i doveri costituzionali di solidarietà. - 2. Le declinazioni della solidarietà (in particolare “economica”). - 3. La solidarietà come funzione d’interesse generale in capo a persone ed enti privati: dai modelli sociali alle normative. - 4. La costituzionalizzazione delle solidarietà. - 5. I doveri di solidarietà: alcuni caratteri di base. - 6. La solidarietà economica e l’articolazione negli artt. 41, 42, 44, 46 e 47 Cost. - 7. La valenza solidaristica della partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese: natura volontaria e contrattuale dei modelli organizzativi

1. La solidarietà – quale principio e valore della nostra Costituzione e del plesso composto dalla Carta dei diritti fondamentali dell’UE e dai Trattati europei – ha avuto alterne fortune nel corso delle vicende evolutive di entrambe le sfere “costituzionali”, nazionale ed europea.

O, come anche si può dire, delle vicende dei due *ordini costituzionali*, intesi come “*il contesto politico-sociale e politico-culturale entro cui si produce il riconoscimento dei principi costituzionali fondamentali*”<sup>1</sup>.

Riprendendo un’espressione di Crisafulli: il punto di incidenza tra il diritto (“costituente”) ed il fatto, vale a dire gli assetti politico-sociali-istituzionali (i cui mutamenti retroagiscono sulle “letture” delle costituzioni).

Le mutazioni degli scenari nel corso – ormai – di molti decenni hanno ovviamente condizionato il peso, la configurazione e l’interpretazione dei principi fondamentali, “originari” o reinterpretati ed ampliati con gemmazioni od aggiunzioni successive.

In realtà, al tema della solidarietà come *principio* (successivamente qualificato come *valore* fondamentale nella giurisprudenza costituzionale) e come *dovere*, non ha

---

<sup>1</sup>A. BARBERA, *Costituzione della Repubblica italiana*, in *Enc. Dir., Annali VIII*, Milano 2015, p. 267, critica l’espressione “costituzione materiale” per l’uso spesso superficiale e banale che se ne fa.

arriso una gran fortuna, almeno per quanto riguarda gli studi giuridici<sup>2</sup>.

Per constatarlo è sufficiente un raffronto quantitativo con la mole di scritti e la multidirezionalità dei lavori dedicati ai “*diritti inviolabili*”, con i quali il dovere di solidarietà è posto in endiade “*equilibrante*” nell’art. 2 della Costituzione:

*“La Repubblica riconosce e garantisce i diritti inviolabili dell’uomo, sia come singolo sia nelle formazioni sociali ove si svolge la sua personalità e richiede l’adempimento dei doveri inderogabili di solidarietà politica, economica e sociale”.*

La sproporzione della produzione giuridica è riscontrabile anche nell’ultimo quindicennio, nel quale, pure, la solidarietà – dopo l’eclissi nel “tempo del neoliberalismo” – è riapparsa, a tratti, nel discorso pubblico<sup>3</sup>.

Le ragioni dell’ampio divario sono molteplici e vanno dalle reazioni alla compressione delle libertà e della dignità, subita durante la dittatura fascista ed alla comprensibile ansia di cristallizzare i diritti in tutti i loro aspetti; alle perduranti limitazioni di essi sino agli anni 70 del secolo scorso; alla natura flessibile ed espansiva dei diritti stessi; al fascino della tematica, ch’è indubbiamente maggiore di quella dei doveri inderogabili, un po’ “*polverosi*” e per di più di incerta individuazione, salvo qualche caso.

A questo proposito si anticipa che un acuto studioso (Fioravanti) ha prospettato, con riferimento agli ultimi quarant’anni, una progressiva regressione della solidarietà a causa della gravissima crisi dei corpi intermedi aggreganti – partiti, sindacati, cooperative, associazioni – che ne costituivano il tessuto connettivo e propulsivo.

Con un conseguente, parziale, travaso o “*assorbimento*” di alcune finalità di essa nel moltiplicarsi e rafforzarsi delle normative di tutela e promozione dei diritti primari, vecchi e nuovissimi (ad esempio: dai diritti individuali all’eguaglianza sostanziale, alla *privacy*, alla qualità della vita e della salute, alle differenze di genere, alla conservazione dell’ambiente, alla *legacy* per le generazioni future).

---

<sup>2</sup> Tra gli scritti più recenti v. M. SALVATI, *Solidarietà*, Roma (Treccani) 2023, per gli aspetti sociologici e politologici; A. VOLPE, *Solidarietà*, Roma 2023, per i profili filosofici e morali.

<sup>3</sup> S. RODOTÀ, *Solidarietà. Un’utopia necessaria*, Roma – Bari 2014, p.3.

Un “assorbimento” propiziato da due fattori di segno contrario: *da un lato* la *liquefazione* delle strutture sociali tradizionali e l’emersione di nuovi diritti, individuali e collettivi, prima non affermatasi nella società; *dall’altro* l’irrobustimento dei diritti stessi grazie alla crescente giurisdizionalizzazione della loro tutela; viceversa – come s’intuisce – le violazioni dei doveri costituzionali non sono facilmente giustiziabili.

2. Il limitato interesse della dottrina per la tematica dei doveri solidaristici, dei doveri costituzionali in generale e, ancora più ampiamente, dei doveri pubblici [viceversa esistono studi settoriali su singoli doveri: fiscali, politici, di difesa, etc.] induce a soffermarsi innanzitutto sull’“oggetto” del principio costituzionale, anche alla luce dell’ulteriore configurazione come valore.

La solidarietà è divenuta, al contempo, obiettivo “politico” strategico, formula organizzatoria sociale ed istituzionale, dovere generalizzato di comportamento, principio normativo<sup>4</sup>.

Per orientarsi si rivelano utili alcuni lavori<sup>5</sup> pubblicati nell’ultimo quindicennio, ovviamente tra loro differenti, ma accomunati da tre caratteri: l’approccio storico, la consapevolezza delle recenti evoluzioni degli scenari istituzionali e l’immanenza dell’ordinamento “costituzionale” dell’UE.

Scritti successivi, non casualmente, alla grande crisi economica del 2008-2010, che ha (i) rivelato i fallimenti del “turbomercatismo”; (ii) determinato il “rientro in campo” degli Stati e (iii) riaperto, non solo in sede scientifica, la questione solidaristica.

Per giungere al tema specifico di queste note – la “*solidarietà economica*” – è indispensabile mettere a fuoco, in rapida schematizzazione, le locuzioni di cui si compone la seconda parte dell’enunciato dell’art. 2: oltre alla *solidarietà*, i correlati

---

<sup>4</sup> Fondativo fu lo studio di G. LOMBARDI, *Contributo ad una teoria dei doveri costituzionali*, Milano 1967; Id., *Doveri pubblici* in *Enc. Dir. Aggiornamento VI*, Milano 2002; A. Cerri, *Doveri pubblici*, in *Enc. Giur. Treccani*, Vol. XII, Roma 1989.

<sup>5</sup> Ai contributi di M. SALVATI e RODOTÀ adde M. FIORAVANTI, *Art. 2*, Roma 2017, pp. 32 ss. e G. ALPA, *Solidarietà. Un concetto normativo*, Bologna 2022; S. GIUBBONI, *Solidarietà* in *Enc. Treccani. Diritto on-line* (2014); D. FLORENZANO, D. BORGONOVO RE, F. CORTESE, *Diritti fondamentali, doveri di solidarietà e principio di eguaglianza*, Torino 2015, p. 53 ss.

*doveri costituzionali* e la loro *inderogabilità*.

In “seconda battuta” si deve procedere all’individuazione del “nocciolo duro”, il “*core business*”, della solidarietà “economica”, rispetto a quella “politica” e “sociale”. E’ un’operazione piuttosto approssimativa, utile soprattutto a fini descrittivi, perché le “tre solidarietà” presentano numerose sovrapposizioni ed intrecci che ne fanno un *prisma* a molte facce, tra loro variamente interattive.

Soprattutto occorre sottolineare che nell’art. 2 Cost. la tutela dei diritti inviolabili e la solidarietà costituiscono una coppia di concetti non oppositiva, ma di “bilanciamento” ed integrazione tra i due principi.

3. Su entrambi i versanti – dei diritti e dei doveri – il disposto costituzionale postula, a ben vedere, l’esercizio di *funzioni* (con riferimento al concetto di funzione nella teoria generale, come attività “*che collega l’azione di un determinato soggetto all’interesse di altri soggetti*”<sup>6</sup>); tale collegamento è costituito dalla doverosità e quindi dalla “*rilevanza giuridica dell’attività nel suo complesso*”<sup>7</sup>, la quale può avere natura precettiva, organizzativa od operativa.

Nel “disegno” dell’art. 2 il dovere/funzione di tutela dei diritti inviolabili è posto soprattutto in capo ai pubblici poteri (legislativi, amministrativi e giurisdizionali), ma anche a poteri privati (ad esempio: in materia di tutela dei lavoratori).

Viceversa i doveri di agire in funzione solidaristica sono posti in capo sia alle persone ed agli enti privati che svolgono attività economiche, sia ai soggetti pubblici. Sul primo versante si tratta di doveri di singoli.

Sul secondo di doveri *istituzionali* [che non formano oggetto di queste note e sui quali esistono ampia e ramificati dottrina e giurisprudenza, cui si rinvia “per competenza”].

Diversi sono, concettualmente, sui due “versanti”, le finalità e gli oggetti, e

---

<sup>6</sup> E. PICOZZA, *Introduzione al diritto amministrativo*, Milano 2018, p. 253.

<sup>7</sup> M. S. GIANNINI, *Diritto amministrativo*, Milano 1993, Vol. II, p. 7.

conseguentemente i mezzi ed i modi, dell'esercizio delle funzioni stesse.

Schematizzando *"in apicibus"* si ricorda che le tutele dei diritti nascono e si ampliano, nel corso della storia, come pretese nei confronti, innanzitutto, dei pubblici poteri (ma anche di privati in posizione sovraordinata) e si concretizzano *ab origine* in istituti giuridici e procedure garantistiche.

Viceversa la solidarietà *"privata"* si manifesta in modo diffuso nelle comunità e viene via via individuata, nei modelli storici di organizzazione politico-sociale, come indispensabile fattore di integrazione; successivamente, nell'età contemporanea, tra la fine 800 ed il secolo scorso, viene *"giuridicizzata"*.

I percorsi della giuridicizzazione sono stati diversi, di portata e modi differenti, riguardando volta a volta i principi del solidarismo o sue specifiche forme organizzative, a seconda delle domande emergenti nella società.

Si andò dalla legislazione ottocentesca in materia di società cooperative<sup>8</sup> (in Italia con il Codice di commercio, 1882), al recepimento dei principi, nelle *costituzioni* (a partire da quella di Weimar) o in *atti programmatici* recanti principi generali dei rispettivi *ordinamenti* (ad esempio – come ricorda Alpa<sup>9</sup> – la *Carta del Lavoro*, 1927, fondamento dell'ordinamento corporativo o l'enciclica *"Quadragesimo anno"*, 1931, per quanto riguarda la dottrina sociale della Chiesa) o, anche, in *atti normativi* (ad esempio – come ricordava Rodotà<sup>10</sup> – nel codice civile del 1942, il testo originario dell'art. 1175, giusta il quale *"Il debitore e il creditore devono comportarsi secondo le regole della correttezza, in relazione ai principi della solidarietà corporativa; (riferimento soppresso nel 1944, dopo la caduta del regime fascista).*

La *"dottrina sociale"* e la cultura cattolica del '900 hanno notoriamente costituito – assieme al socialismo riformista – un *"incubatore"* dell'inserimento della solidarietà nella Costituzione, cui sono stati dedicati moltissimi studi<sup>11</sup>.

---

<sup>8</sup> V. BUONOCORE, *Diritto della cooperazione*, Bologna 1997, p. 35 ss.

<sup>9</sup> G. ALPA, *Solidarietà ...* cit. p. 96 ss.

<sup>10</sup> S. RODOTÀ, *Solidarietà ...* cit., p. 40.

<sup>11</sup> v., da ultimo, O. POLLICINO, *L'economia nella Costituzione: le scelte dell'Assemblea costituente in Diritto dell'economia*, a cura di G. F. FERRARI, Milano 2019, p. 55 ss.

Meno conosciuto è il versante dell'ordinamento corporativo, nel quale la solidarietà era concepita quale componente necessaria, "fluidificante", della prescritta sublimazione degli opposti interessi, di imprenditori e lavoratori, in quello, supremo, della Nazione e, per essa, dello Stato.

Era, quindi, una *solidarietà funzione* dell'ordinamento corporativo, in un contesto istituzionale *organicistico*, senza pluralismo sociale e politico, secondo il motto "*tutto nello Stato, nulla fuori dello Stato*".

Il giudizio storico sul "Regime" non può oscurare l'ormai acquisita consapevolezza che negli "anni 30" una parte della cultura giuridica italiana fu una fucina di concezioni innovative: dalla solidarietà, alla funzione sociale della proprietà<sup>12</sup> e dell'impresa, alla programmazione economica, all'ordinamento del credito per la tutela del risparmio, alla riforma agraria ed alla legge urbanistica del 1942, etc.; elaborazioni che, pochi anni dopo, "passarono", espressamente o come presupposti impliciti, nella Costituzione.

4. La solidarietà "giuridicizzata" "*compare nella Costituzione italiana*" nella forma di una serie di macroambiti coordinati di doveri pubblici e privati.

Più precisamente essa si presenta, nel suo insieme prismatico, come uno degli assi politico-programmatici della Carta, vale a dire come obiettivo strategico "*di lungo periodo da perseguire attraverso l'impegno comune e solidale dei consociati*"<sup>13</sup>.

Sotto questo profilo è necessariamente un principio flessibile, aperto, da declinarsi nel tempo, in aderenza alle evoluzioni sociali ed economiche.

A radicarla come *funzione*, attività doverosa, nel nostro sistema costituzionale, contribuiscono due ordini di correlazioni dell'art.2: *da un lato* con altri principi fondamentali; *dall'altro* con una serie di disposizioni nelle quali sono indicati una serie

---

<sup>12</sup> S. AMOROSINO, *La proprietà a rilevanza urbanistica e la Costituzione* in Id., *La regolazione del mercato territoriale*, Torino 2023.

<sup>13</sup> M. FIORAVANTI, *Art. 2*, cit., p. 32; l'illustre studioso, tuttavia, dedica al tema un breve svolgimento, prevalentemente di retrospettiva storica.

di doveri costituzionalizzati di soggetti soprattutto “privati”.

Per quanto riguarda i principi fondamentali è di immediata evidenza il *rispecchiamento* dell’art. 2 nell’art. 3, comma 2, Cost., in particolare per il ruolo che la solidarietà ha ai fini della coesione sociale mediante l’effettiva partecipazione di tutti i lavoratori (*rectius*: cittadini) all’organizzazione politica-economica-sociale del Paese.

Anche il dovere di svolgere un’attività lavorativa nel senso più lato (art. 4) è un *dovere solidaristico*, posto in capo ai cittadini (ed agli stranieri dimoranti nel nostro Paese che fruiscono delle prestazioni pubbliche), la cui violazione, tuttavia, è priva di sanzione, salvo eccezioni.

I singoli doveri – posti da specifiche disposizioni costituzionali in capo a figure soggettive private, individuali o associative – sono enunciati, con formule invero generiche, nelle disposizioni stesse (artt. 41, 42, 44, 46, 47, v. *infra*); altri doveri sono stati enucleati dal legislatore come complemento necessario di diritti: ad esempio il dovere sociale, quasi sempre disatteso dai *media* e sul *web*, di rispettare il diritto alla *privacy* nell’esercizio della libertà di informazione.

Oltre alla sua natura di funzione/obiettivo di promuovere la coesione – politica economica e sociale – la solidarietà, nel suo dispiegarsi effettivo, svolge anche il ruolo di ammortizzatore o “riduttore” delle fratture e delle contrapposizioni esasperate che caratterizzano lo scenario pubblico del nostro Paese<sup>14</sup>.

Un’ulteriore riflessione sulle vicende della solidarietà nella letteratura giuridica è suggerita da una notazione di Alpa: “*Il termine solidarietà, contenuto nell’art. 2 ... è stato oggetto di interpretazioni differenziate. Considerato marginalmente dagli autori che muovevano da posizioni liberiste o conservatrici è stato invece apprezzato dagli autori di fede progressista e da quelli sensibili ai valori religiosi*”.

Questa notazione “*placet iuxta cum modo*” – per usare il linguaggio della Curia Romana – per ciò che concerne il riferimento ai giuristi “conservatori” e “progressisti”.

Come spesso accade alle “etichette” non sempre risponde pienamente alla

---

<sup>14</sup> R. M. CREMONINI, *Doveri costituzionali...* cit. p. 646.

*“rerum substantia”*.

Nel concreto per quanto riguarda la Costituzione Alpa ha preso le mosse dal *“Commento”* all’art. 2 di Augusto Barbera<sup>15</sup>.

In tale risalente (1975 e corposo (72 pagine) lavoro il *“versante”* dei diritti inviolabili è dominante, mentre i doveri solidaristici sono pressoché assenti.

La spiegazione è semplice ed in buona misura ragionevole se ci si cala nel contesto storico in cui il *“Commento”* fu scritto: a quasi trent’anni (1947-1975) dalla stesura della Costituzione era giunto il momento di una ricapitolazione della vivace, inesausta, discussione sulla tematica fondativa dei diritti inviolabili (sociali oltre che individuali; delle persone e del pluralismo; non limitati a quelli *“nominati”*, ma costituenti una serie aperta, come s’è dimostrato in seguito).

Schematizzando: *“in illo tempore”* il *focus*, oltre sui diritti individuali, era concentrato sul perseguimento dell’eguaglianza sostanziale mediante la lotta politico-istituzionale, egemonizzata dai partiti e sostenuta da una vasta rete di organizzazioni allora *“collaterali”* (sindacati, cooperative, associazioni culturali, movimenti universitari, etc.).

Questa concezione *“verticale”* contribuisce a spiegare la marginalità, in alcuni scritti, della tematica solidaristica: *la centralità dei partiti-istituzione* oscurava in parte il fondamento solidaristico originario, a fine ‘800 – *“dal basso”* – delle cooperative – socialiste, cattoliche e repubblicane – e dei sindacati moltiplicatisi e radicatisi nei cinquant’anni che avevano preceduto il ciclone distruttore del fascismo.

Nella Costituzione, a ben vedere, le concretizzazioni dei poteri/doveri di solidarietà sembrano ispirarsi più al modello *“dal basso”* (dalla società) che a quello *dall’alto* (della lotta politico-istituzionale e dei partiti, che nella *“Prima Repubblica”* la guidavano).

---

<sup>15</sup> A. BARBERA, *Commento all’art. 2 in Commentario della Costituzione*, a cura di G. Branca, vol. I, Bologna-Roma 1975, p. 50 ss.

Quanto alla dicotomia conservatori/progressisti il primo a ricostruire, in modo sistematico, i doveri costituzionali fu un maestro del diritto costituzionale comparato, Giorgio Lombardi<sup>16</sup>, che aveva il vezzo di autodefinirsi “conservatore sabauda”, ma in realtà – in ragione della sua sterminata cultura e della visione storico-comparatistica – aveva orizzonti apertissimi al futuro.

5. Venendo ai *doveri di solidarietà* è da ribadire che – specularmente a quanto disposto per i diritti inviolabili – l’art. 2 si riferisce sia ai singoli che alle “*formazioni sociali*”, cioè alle varie figure organizzative del pluralismo sociale.

Sul punto è necessario soffermarsi brevemente: nell’ottica dei Costituenti la locuzione “*formazioni sociali*” è riferita essenzialmente alle figure associative sociali: la famiglia, le confessioni religiose, i partiti, i sindacati, le cooperative, etc.<sup>17</sup>.

Con riferimento ai “doveri economici” essa va intesa in senso più ampio ricomprendendovi anche tutte le forme aggregative che svolgono attività economicamente rilevanti, assumendo le più varie configurazioni (società, associazioni, fondazioni), con finalità lucrative o non lucrative.

Ancora: si tratta di doveri cui sovente *non* sono direttamente correlati diritti<sup>18</sup> in capo a figure soggettive determinate.

In terzo luogo: sono situazioni giuridiche che impongono ad una platea indeterminata di soggetti, singoli ed associati, di tenere un certo comportamento attivo<sup>19</sup>, un *agere*, a vantaggio di altre figure soggettive, che, specie ove siano persone fisiche, solitamente sono *ex ante* indeterminabili, salvo casi o categorie specifici.

Se, invece, destinatarie del “vantaggio” sono *organizzazioni*, nel senso romaniano<sup>20</sup>, ne è talvolta possibile l’individuazione su base normativa.

---

<sup>16</sup> G. LOMBARDI, *Contributo ad una teoria dei doveri costituzionali*, Milano 1967.

<sup>17</sup> P. RESCIGNO, *Manuale del diritto privato italiano*, Napoli 1992, p. 30.

<sup>18</sup> S. ROMANO, *Doveri. Obblighi in Frammenti di un dizionario giuridico* (1947), riedizione a cura di M. CROCE e M. GOLDONI, Macerata (Quodlibet) 2022, p. 123.

<sup>19</sup> R. GUASTINI, *Dovere giuridico* in *Enc. Giur. Treccani*, vol. XII, Roma 1989.

<sup>20</sup> M. GOLDONI, *La caduta dei miti: il sapere profetico di <<Frammenti>>*, in S. ROMANO, *Frammenti di un dizionario ... cit.*, p. 277 ss.

Singoli e “corpi intermedi” hanno doveri di solidarietà – volta a volta politica, economica o sociale – nei confronti, innanzitutto, della Repubblica e delle sue istituzioni, ma anche delle persone in generale ed, in particolare, delle figure del pluralismo che svolgono attività di interesse pubblico, come gli enti del Terzo Settore (o le fondazioni di origine bancaria le quali hanno il *dovere di sostenere economicamente* gli enti, pubblici o privati, che si occupano di cultura, ricerca, salute, assistenza, tutela dell’ambiente, etc.).

Come si intuisce la concretizzazione dei tre doveri solidaristici nei confronti di un’enorme varietà di potenziali beneficiari dà luogo a numerosissime configurazioni, come in un caleidoscopio.

Infine, nell’era contemporanea si moltiplicano le solidarietà: di genere; delle imprese “*benefit*”; ambientali; europee; internazionali; intergenerazionali, etc.

Ciascuna di esse può esser considerata un’evoluzione, nel tempo, del principio solidaristico negli ordinamenti “costituzionali” *effettivi*, interno ed eurounitario.

Sono pure da considerare le possibili “proiezioni” ed integrazioni per così dire “laterali” dei doveri solidaristici.

Ad esempio, sembra plausibile configurare anche quale adempimento di *doveri pubblici*<sup>21</sup> di tipo solidaristico l’attività delle comunità che, ex art. 118 Cost., si autoorganizzano per svolgere, in sussidiarietà orizzontale<sup>22</sup>, compiti o servizi in precedenza svolti da pubbliche amministrazioni o non svolti da alcuno.

Come s’è anticipato l’art. 2 si limita ad indicare tre *macroambiti* di riferimento delle solidarietà doverose, nonché ad individuare in termini generalissimi la duplice natura – individuale o associativa (in senso lato) – delle figure soggettive in capo alle quali è posto il dovere di un *agere*, a sua volta indeterminato; tanto meno indica i beneficiari dell’attività doverosa, da individuarsi, volta a volta, a seconda dei contesti e delle contingenze.

---

<sup>21</sup> G. LOMBARDI, *Doveri pubblici (aggiornamento)* cit., p. 357 ss.

<sup>22</sup> v., per tutti, T.E. FROSINI, *Sussidiarietà (dir. cost.)* in *Enc. dir., Annali II, Tomo 2*, Milano 2008, p. 1133 ss.

Di converso i doveri solidaristici sono qualificati, in modo massimamente stringente, come *inderogabili*.

Queste connotazioni apparentemente contraddittorie – l'indeterminazione e l'inderogabilità – postulano, per unanime opinione di giurisprudenza e dottrina, che i) i contenuti delle attività doverose; ii) le figure in capo alle quali è posto il loro svolgimento e, in molti casi; iii) le categorie di beneficiari, siano individuati da atti normativi primari.

E' indispensabile l'*interpositio legislatoris* (come, più in generale, stabilisce la Costituzione per tutti i doveri pubblici, a cominciare dalle prestazioni imposte ex art. 23).

S'è anticipato che ai doveri solidaristici non sempre corrispondono, specularmente, diritti soggettivi in capo ai beneficiari dell'attività doverosa, nondimeno in molti casi il comportamento doveroso è imposto ai "privati", singoli o "aggregati", in funzione di tutela di diritti costituzionalmente garantiti, volta a volta individuali, collettivi o generali<sup>23</sup>.

Com'è noto in alcuni casi doveri solidaristici, anche a rilevanza economica, sono imposti da norme primarie a determinate categorie di enti privati in relazione alla loro peculiare natura giuridica ed agli scopi istitutivi, le cui attività vengono ritenute e qualificate di interesse generale delle collettività.

Si tratta dei già richiamati Enti del Terzo Settore (ETS), disciplinati dal Codice di settore (d.lgs. n. 117/2017 e successive modifiche) e delle Fondazioni di origine bancaria, parimenti oggetto di una normazione singolare.

Per quanto qui interessa sono figure soggettive di particolare interesse perché i loro doveri solidaristici sono disciplinati dal congiunto delle norme primarie (che ne indicano in termini generali le finalità e le modalità operative) e degli statuti privatistici che precisano i campi d'intervento e prevedono la definizione di attività ed i controlli di risultati.

---

<sup>23</sup> A. CERRI, voce *Doveri pubblici* .... cit.

6. Da quanto precede discende che i doveri di *solidarietà economica* – non sempre distinguibili dagli altri due tipi, indicati, “*per verba generalia*”, nei principi fondamentali ed, in alcuni casi, sottostanti a singole disposizioni costituzionali – devono comunque esser articolati e dettagliati in normative primarie, descrittive e prescrittive dell’*agere* doveroso: “*Ogni dovere esiste in ragione delle leggi che [ne] delimitano presupposti e contenuto*”<sup>24</sup>.

Si tratta, peraltro, di una riserva relativa di legge<sup>25</sup> in quanto la concreta, puntuale definizione del dovere nei singoli casi o settori postula molto spesso l’adozione di un atto regolatorio o provvedimento attuativo, tipizzato dalla legge stessa.

Si pensi, ad esempio:

– all’adozione di piani di trasformazione agricola, con l’indicazione di obblighi di fare a carico dei proprietari: tutelare i “campi” al fine di tutelare ed innovare la produzione;

– all’imposizione di specifiche misure di tutela ambientale alle imprese presentatrici di progetti di impianti industriali;

– all’attribuzione, alla BCE o alla Banca d’Italia, di stabilire soglie obbligatorie di patrimonializzazione delle banche, a tutela dei risparmiatori/clienti.

Gli esempi fatti – pur riguardando settori diversissimi – hanno in comune *tre elementi caratterizzanti*:

I) riguardano campi di attività nei quali vengono posti, a carico di imprenditori o proprietari, obblighi di fare, con i correlati *costi*, in funzione di tutela di interessi generali o collettivi; obblighi riconducibili al dovere di solidarietà economica;

II) implicano un *doppio grado di individuazione e specificazione precettiva* dei doveri solidaristici “economici” relativi a determinate *situazioni* (proprietà) o *attività*

---

<sup>24</sup> C. SCHMITT, *Dottrina della costituzione*, ed it. Milano 1984, p. 234

<sup>25</sup> R. M. CREMONINI, *Doveri costituzionali ... cit.*

d'impresa;

III) hanno il loro fondamento, rispettivamente negli articoli 42, 41, 44, 46 e 47 della Costituzione, che sono il nocciolo della *"costituzione economica"*.

In tali disposizioni il dispiegarsi delle attività solidaristiche doverose deve esser finalizzato – nell'ordine:

a) alla *"funzione sociale"* della proprietà (art. 42);

b) all'*"utilità sociale"* dell'attività d'impresa ed *alla salvaguardia della salute, dell'ambiente, della sicurezza e della libertà e dignità delle persone* (art. 41);

c) al *"razionale sfruttamento del suolo"* (art. 44);

d) all'*"elevazione economica" e sociale del lavoro* (art. 46);

e) alla *"tutela del risparmio"* (art. 47).

L'individuazione della *"solidarietà economica"* come fondamento unificante delle fattispecie esemplificate contribuisce a dare *"corpo e sostanza"* alle cinque *"formule"* sopra richiamate, tutte convergentemente finalizzate a bilanciare e condizionare le forme ed i modi di esercizio del diritto di proprietà (in particolare *"urbana"* ed agraria) e del diritto d'impresa (in generale ed in particolare finanziaria) con la doverosa tutela dei diritti ed interessi generali o collettivi.

Funzione sociale, utilità sociale, razionale sfruttamento del suolo, partecipazione del lavoratore alla gestione delle imprese e tutela del risparmio sono, infatti, concetti giuridici indeterminati, suscettibili di molteplici declinazioni combinatorie a seconda del tipo di proprietà (*"statica"* o *"dinamica"*, etc.) e d'impresa (agraria, industriale, terziaria, etc.), nonché dell'*incidenza* dell'esercizio delle relative attività sui diritti ed interessi costituzionalizzati.

Prima di accennare alle incidenze delle singole disposizioni costituzionali sui doveri economici di persone ed enti privati è necessario soffermarsi – oltre ai più *"arati"* artt. 41, 42, 44 e 47 – sull'art. 46, rimasto negletto per oltre settant'anni, giusta il quale – com'è noto – *"la Repubblica riconosce il diritto dei lavoratori a collaborare, nei modi e nei limiti stabiliti dalle leggi, alla gestione delle aziende"*.

Appare indubbio, in astratto, che al diritto dei lavoratori di partecipare alla gestione corrisponde implicitamente il dovere delle imprese di adeguare le loro procedure organizzative e decisionali, cioè le *governance* societarie in senso ampio. Proprio il potenziale concretizzarsi di tale dovere per via legislativa ha ostacolato l'attuazione dell'art. 46.

Non appare rinvenibile – viceversa – alcuna connotazione di doverosità, pur nella comune (originaria) radice solidaristica, nell'art. 45 Cost. in tema di riconoscimento *“della funzione sociale della cooperazione a carattere di mutualità”*: il movimento cooperativo è a propulsione volontaria.

Analizzando il *“format”* logico- giuridico comune alle disposizioni degli artt. 41, 42, 44, 46 e, implicitamente, dell'art. 47 (che si intende ormai riferito ad attività d'impresa), *“si avverte che esse sono costantemente strutturate con l'affermazione di una regola garantistica del privato e l'affermazione di una regola di disciplina pubblica della materia.*

*Ovviamente varia il contenuto e il rapporto fra le due regole a seconda dell'oggetto altro essendo altro l'impresa ..., altro la proprietà... altro l'attività agricola e così via, Però è costante il ricorrere di un congiunto binario di enunciati normativi in antitesi”<sup>26</sup>.*

Nella teoria gianniniana il fondamento sostanziale dell'attribuzione – da parte della Costituzione – al legislatore e, in via derivata, ad amministrazioni, del potere di disciplinare l'esercizio dei diritti di proprietà e d'impresa è costituito – com'è noto – dall'inerenza a tale esercizio di interessi pubblici costituzionalizzati, riconducibili alle formulazioni soprarichiamate.

L'“ancoraggio” dei poteri pubblici alla tutela di interessi generali, individuati nella Costituzione e concretizzati<sup>27</sup> dal legislatore o da enti amministrativi, consentì a

---

<sup>26</sup> M. S. GIANNINI, *Diritto pubblico dell'economia*, Bologna 1995, p. 131-132.

<sup>27</sup> R. GUASTINI, *Principi costituzionali: identificazione, interpretazione, ponderazione, concretizzazione*, in *Dialoghi con Guido Alpa*, a cura di G. CONTE, A. FUSARO, A. SOMMA e V. ZENO-ZENCOVICH, RomaTre-Press, 2018.

Giannini di “scavalcare” agilmente le *querelles* interpretative sui “veri significati” delle vaghe “clausole” legittimanti l’attribuzione dei poteri stessi.

Per quanto qui interessa appare lineare collegare il sorgere effettivo dei doveri di solidarietà economica, in capo alle persone ed agli enti titolari dei diritti di proprietà e di impresa, con l’incidenza dell’esercizio di tali diritti sulla tutela di interessi generali superprimari.

Alla luce del dovere solidaristico viene in rilievo anche il mancato esercizio del diritto di proprietà o di impresa.

Ciò accade allorché l’esercizio, nelle forme predeterminate dalla legge, dei poteri proprietari o imprenditoriali è funzionale al soddisfacimento di interessi collettivi o generali.

Si pensi, ad esempio, al caso in cui la realizzazione di una trasformazione urbanistica da parte del proprietario di un’area o di un edificio sia funzionale all’attuazione di un piano di rigenerazione urbana, oggetto di uno specifico accordo.

In questi casi la proprietà “statica” *deve* trasformarsi in proprietà “dinamica”<sup>28</sup>.

Ancora: se il concessionario di un bene pubblico (ad esempio: demaniale) omette di attivarne la gestione imprenditoriale si concreta la violazione – oltre che dell’*obbligazione convenzionale* di gestire professionalmente il bene – anche del dovere solidaristico – assunto dal concessionario – di concorrere allo sviluppo economico locale.

Configurazioni analoghe sono individuabili con riferimento agli artt. 44 e 47.

Quanto al primo la formula usata (“*conseguire il razionale sfruttamento del suolo e stabilire equi rapporti sociali*”) è palesemente “figlia del suo tempo” in quanto era finalizzata alla riforma agraria e dei contratti allora esistenti (mezzadria, colonia, etc.). La questione “agraria” era, all’epoca (1945-48), fonte di forti tensioni sociali.

Ottant’anni dopo il comparto agricolo ha subito multiple, successive evoluzioni.

---

<sup>28</sup> P. A. MAZZONI, *La proprietà procedimento*, Milano 1975.

Gli interessi generali ed il dovere solidaristico impongono attualmente agli operatori del settore agroalimentare di conformarsi attivamente alle politiche agricole eurounitarie e nazionali in tutte le loro direttrici: dalla valorizzazione e specializzazione delle aree coltivate, alla preservazione e recupero dei terreni agricoli, alla tutela dell'ambiente agricolo, al controllo delle trasformazioni agroalimentari, alla tutela dei lavoratori, in larga parte immigrati.

Sono doveri al contempo economici e sociali.

Per quanto riguarda l'art. 47 la tutela del risparmio è pacificamente riferita a tutte le attività finanziarie in senso lato (creditizia, finanziaria ed assicurativa).

Ancora: è intesa non solo in senso *oggettivo* (il risparmio in quanto bene d'interesse pubblico), ma anche *soggettivo* (come correttezza e trasparenza delle imprese finanziarie nei confronti dei risparmiatori/clienti).

Sotto questo profilo quello delle banche, delle assicurazioni e degli intermediari è, al contempo, un obbligo di comportamento di fonte normativa e contrattuale ed un dovere di solidarietà economica, in ragione della rilevanza di questi settori per la stabilità e lo sviluppo economico generale.

Riguardo, in particolare, al settore bancario la dimensione solidaristica viene in rilievo sotto due profili: il primo interno al sistema bancario; il secondo riguardante i rapporti tra il sistema stesso e la collettività.

Sul versante *intrasistemico* una figura organizzativa della mutualità e solidarietà tra le banche è il Fondo Interbancario di Garanzia dei Depositi, ente privato alimentato dalle contribuzioni delle banche in proporzione dei propri volumi di attività.

Il Fondo ha svolto e svolge funzioni di intervento nelle situazioni critiche o precritiche delle banche, mediante varie forme di supporto finanziario, non è soggetto all'indirizzo delle Autorità di vigilanza ed opera esclusivamente con fondi privati di cui ha o acquisisce la disponibilità.

Il secondo ambito, *esterno*, oggetto di accesi contrasti, riguarda le ricorrenti "richieste" al sistema bancario, da parte dello Stato, solitamente in occasione della

formulazione delle leggi di bilancio, di un c.d. “contributo solidaristico” commisurato ai “sovraprofiti” conseguiti in relazione a contingenze favorevoli della politica monetaria della BCE. A prescindere dall’improprietà dell’espressione “sovraprofiti” è discussa la legittimità di prelievi suppletivi, motivati con doveri solidaristici di “soccorso” della finanza pubblica.

Questa prassi può essere ricondotta al dovere di solidarietà economica, nei confronti della Repubblica e della collettività, nei limiti in cui l’entità e le modalità del “contributo” richiesto siano definite a seguito di concertazioni tra il governo e l’associazione bancaria.

7. Accenniamo – infine – all’art. 46 della Costituzione che ha avuto un percorso nelle istituzioni simile a quello dei fiumi carsici.

In vista dell’approvazione della Costituzione, nel 1947, l’allora Ministro dell’Industria, il socialista Rodolfo Morandi, incaricò M. S. Giannini di predisporre uno schema di d.d.l. attuativo del principio di collaborazione dei lavoratori alla gestione delle aziende<sup>29</sup>.

Nel mutato contesto, politico e sociale, delineatosi nel 1948 il testo rimase lettera morta ed il tema “passò di moda”, salvo episodiche evocazioni (appunto come un fiume carsico che, dopo esser sgorgato dalla fonte, per un lungo tratto corre sotto terra, per poi riemergere inaspettatamente e nuovamente scomparire).

Nel nostro caso la riemersione definitiva – caratterizzata, per rimanere alla metafora, da un flusso propulsivo molto consistente – è avvenuta con la presentazione di una proposta di legge di iniziativa popolare – “*La Partecipazione al Lavoro*” – promossa dalla CISL, sottoscritta da centinaia di migliaia di cittadini, approvata dal Parlamento nel 2025.

---

<sup>29</sup> Una sintesi dello schema di d.d.l. del 1947, dai contenuti tutt’altro che “sovietisti”, è in M. S. GIANNINI, *Lo sviluppo dei consigli di gestione nel mondo*, ora in Id. *Scritti*, vol. II, Milano 2002, p. 797.

Il tratto saliente del testo è la *volontarietà/consensualità*, vale a dire la fonte esclusivamente contrattuale del modello che può essere scelto per la partecipazione dei lavoratori alla *governance* delle singole imprese.

La volontarietà è l'opposto dell'obbligatorietà *ex lege*, proposta da taluni inguaribili dirigisti, che per settant'anni ha impedito l'attuazione dell'art. 46.

Senza entrare nel merito dell'articolazione della legge, in questa sede preme sottolinearne l'*imprinting* schiettamente di *economia solidaristica* alla quale è consustanziale il suo fondamento contrattuale, nel solco della cultura della CISL.

Ciascun modello partecipativo – negoziato e definito nei singoli casi – deve essere funzionale alla salvaguardia e crescita dell'impresa quale autonomo centro d'imputazione<sup>30</sup> di rapporti giuridici; salvaguardia e sviluppo che sono di comune interesse di azionisti, *managers*, lavoratori e *stakeholders*.

In quest'ottica il testo normativo mostra alcuni caratteri positivi poiché è – al contempo – realistico aperto, flessibile/sperimentale ed eurounitario.

*Realistico* in quanto la scelta della volontarietà/contrattualità è stata la chiave di volta dell'introduzione della partecipazione nel sistema produttivo italiano.

*Aperto* perché delimita il “il campo da fuoco”, vale a dire il novero dei possibili meccanismi ed oggetti del sistema partecipativo che sarà “tagliato su misura”, caso per caso, dalle parti sociali, negli accordi e contratti d'impresa stipulati in materia.

*Sperimentale/flessibile* in quanto individua il contesto di riferimento “esterno” (ad esempio: societario o fiscale, etc.) rimettendo alle comunità di lavoro le forme della concretizzazione dei modelli.

È, *coerente*, infine, con il principio “costituzionale” eurounitario di *coesione* che – dopo un lungo periodo di oscuramento – sta riprendendo vigore nelle politiche della UE<sup>31</sup> (a ciò costretta dalle dure repliche della storia).

---

<sup>30</sup> P. FERRO-LUZZI, *Lezioni di diritto bancario*, Torino 2004, Vol. I.

<sup>31</sup> G. LUCHENA, *La programmazione dell'economia nell'era dello Stato resiliente: tendenze, obiettivi, regolazione per incentivi* in *Dialoghi Dir. Econ.*, dicembre 2024.

Come la figura mitologica dell'araba fenice la solidarietà riemerge dalle ondate della storia che sovente la sommergono, ma non l'affondano (*ad onta* delle opposte, ma convergenti, bordate del "mercatismo" e del *totem* della conflittualità permanente).

**Sandro Amorosino**

*già Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università di Roma La Sapienza*

## APERTURA DELLE S.R.L. AL MERCATO DEI CAPITALI TRA CROWDFUNDING E DEMATERIALIZZAZIONE\*

*(The access of S.r.l. to the capital market between crowdfunding and dematerialization)*

**ABSTRACT:** *La recente legge capitali (l. n. 21/2024) ha sancito la possibilità per le società a responsabilità limitata di accedere ai sistemi di gestione accentrata degli strumenti finanziari, con l'introduzione, nell'art. 26 del d.l. n. 179/2012, dei nuovi commi 2-bis ss. La nuova forma di documentazione si affianca a quelle preesistenti, componendo un quadro che non sembra agevole ricomporre sistematicamente e che suscita anche significativi dubbi sotto il profilo funzionale. Il legislatore "dei capitali" ha cercato di rispondere a una crescente attenzione verso le quote di s.r.l., recata sia da interventi legislativi, sia da suggestioni della dottrina, con l'obiettivo di semplificare la negoziazione di queste quote sul mercato dei capitali. Da tempo la s.r.l. non è più considerata una "sorella minore" della s.p.a., dimostrandosi un modello versatile e adatto per le imprese di medie dimensioni, particolarmente per le PMI. Tuttavia, permangono significative limitazioni alla circolazione delle quote. Queste restrizioni derivano, come noto, dall'art. 2468 c.c., che impedisce la rappresentazione delle quote tramite azioni e la loro offerta al pubblico. Di conseguenza, non è possibile svilupparne un vero e proprio mercato, anche a ritenere che siffatto divieto – mai sinora, in principio almeno, toccato dagli interventi riformatori – non impedisca di pervenire alla "standardizzazione" delle quote, optando per un regime di uguaglianza delle partecipazioni grazie all'autonomia statutaria. Si potrebbe immaginare una s.r.l. maggiormente orientata a un modello di tipo capitalistico, riducendo la distanza tra quote e azioni.*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*The recent l. 21/2024 entitled limited liability companies to access centralised management systems for financial instruments, with the introduction of new paragraphs 2-bis et seq. in Article 26 of Law Decree 179/2012. The law adds a new form of documentation to the pre-existing ones as regards company shares and creates a legal framework that does not seem easy to recompose systematically and that also raises significant doubts from a functional point of view. The “capital” legislator has tried to respond to a growing attention towards the shares of s.r.l., brought about both by legislative interventions and by suggestions of the doctrine, with the aim of simplifying the negotiation of these shares on the capital market. For some time now the s.r.l. has no longer been considered a “younger sister” of the s.p.a., proving to be a versatile and suitable model for medium-sized companies, particularly for SMEs. However, significant limitations to the circulation of shares remain. These restrictions derive, as is known, from art. 2468 of the civil code, which prevents the representation of shares through shares and their offering to the public. Consequently, it is not possible to develop a real market, even if one considers that such a prohibition – never touched until now, at least in principle, by the reform interventions – does not prevent the “standardization” of shares, opting for a regime of equality of participations thanks to statutory autonomy. One could imagine an LLC more oriented towards a capitalistic model, reducing the distance between shares and stocks.*

**SOMMARIO:** 1. Premessa. - 2. Evoluzione normativa della circolazione delle quote di s.r.l.; 3. Circolazione delle quote di partecipazione attraverso i portali per la raccolta di capitali. - 4. L’impatto della “Legge Capitali” tra emissione di quote e dematerializzazione. – 5. Apertura al mercato delle s.r.l. e perimetro di applicabilità della dematerializzazione. – 6. Considerazioni conclusive.

1. La legge del 5 marzo 2024, n. 21, nota come “Legge Capitali”, al fine di promuovere ed incrementare la liquidità nel settore delle PMI italiane, ha recentemente introdotto nel nostro ordinamento giuridico la facoltà per le piccole e medie imprese (PMI) italiane costituite in forma di società a responsabilità limitata (s.r.l.) di dematerializzare le proprie partecipazioni, mediante l’accesso al regime di

gestione accentrata previsto dagli artt. 83-*bis* e seguenti del D.l. 24 febbraio 1998, n. 58, noto come Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria (*breviter* TUF)<sup>1</sup>.

Tale regime di dematerializzazione (c.d. “forte”) si affianca ai sistemi di circolazione preesistenti quali il regime ordinario disciplinato dall’art. 2470 c.c. ovvero il regime di cui all’art. 36, comma 1-*bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, nonché il regime di circolazione intermediata delle partecipazioni dematerializzate (c.d. dematerializzazione “impropria”) previsto, ai sensi dell’art. 100-*ter*, TUF, per le s.r.l. PMI che ricorrono alla sollecitazione del risparmio presso il pubblico tramite piattaforme di crowdfunding.

Prima di approfondire le principali novità recate dalla legge Capitali in materia di dematerializzazione delle quote di partecipazione al capitale sociale delle s.r.l. PMI, appare opportuno ripercorrere brevemente i principali interventi normativi che hanno profondamente mutato la disciplina di tali società, sia con riguardo all’introduzione di talune deroghe alla disciplina di diritto comune delle s.r.l. contenute nell’art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179<sup>3</sup> (c.d. decreto Crescita *bis*, di seguito anche d.l. 179/2012) – in origine applicabili alle sole start up innovative, poi estese alle PMI innovative e attualmente a tutte le s.r.l. PMI<sup>4</sup> – concernenti la possibilità di emettere categorie di

---

<sup>1</sup>La legge 5 marzo 2024, n. 21 recante disposizioni in materia di “Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti”, pubblicata in G.U. n. 60 del 12 marzo 2024, è entrata in vigore il 27 marzo 2024. L’art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21 rubricato “Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese” ha aggiunto i tre nuovi commi 2-*bis*, 2-*ter* e 2-*quater* all’art. 26 d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 introducendo per le s.r.l. PMI la possibilità di dematerializzare le quote di partecipazione al capitale sociale.

<sup>2</sup> L’art. 36, comma 1-*bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112 prevede che “L’atto di trasferimento di cui al secondo comma dell’art. 2470 c.c. può essere sottoscritto con firma digitale, nel rispetto della normativa anche regolamentare concernente la sottoscrizione dei documenti informatici, ed è depositato, entro trenta giorni, presso l’ufficio del registro delle imprese nella cui circoscrizione è stabilita la sede sociale, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell’articolo 31, comma 2-*quater*, della legge 24 novembre 2000, n. 340 (...)”.

<sup>3</sup> Il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 recante “Ulteriori misure urgenti per la crescita del Paese” è stato pubblicato in G.U. n. 245 del 19 ottobre 2012 - Suppl. Ordinario n. 194 e convertito con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221 (in G.U. n. 294 del 18 dicembre 2012 - Suppl. Ordinario n. 208).

<sup>4</sup> Trattasi delle specifiche deroghe al diritto societario previste dall’art. 26, commi 2, 5 e 6, d.l. 18 ottobre 2012, n. 179.

quote fornite di diritti diversi e di offrirle al pubblico, sia relativamente alla previsione di un sistema di circolazione intermediata delle quote di partecipazione in s.r.l. PMI attraverso i portali per la raccolta di capitali, introdotto al fine di incentivare l'accesso al mercato dei capitali delle piccole e medie imprese<sup>5</sup>.

2. Qualsivoglia discorso generale sul peculiare tema delle quote di partecipazione nella società a responsabilità limitata non può che prendere le mosse dalla norma cardine tuttora contenuta nell'art. 2468, comma 1, c.c., a mente della quale «le partecipazioni dei soci non possono essere rappresentate da azioni né costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari»<sup>6</sup>.

Tale disposizione ha introdotto, all'indomani della riforma del diritto societario del 2003, uno degli elementi più significativi di quel maggiore distacco — che il legislatore aveva inteso allora operare — del tipo s.r.l. dal modello della società per azioni, in quanto il primo si sarebbe dovuto caratterizzare, a differenza del secondo, per la centralità della persona del socio e dei rapporti contrattuali fra i soci.

L'impostazione sottesa alla norma in questione era ben evidenziata da quel noto

---

<sup>5</sup> Cfr. D.U. SANTOSUOSSO, *Introduzione alla riforma delle società a responsabilità limitata PMI e qualificazione tipologica della società a responsabilità limitata*, in *Riv. Dir. soc.*, n. 3, 2019, secondo cui: «Con le “nuove” società a responsabilità limitata PMI, non sia stato introdotto nell'ordinamento un tipo nuovo ed autonomo rispetto alle società a responsabilità limitata non PMI. Non sembrano ricorrere invero i presupposti di un tale riconoscimento da parte del legislatore: da un lato mancherebbe un nuovo — sufficientemente ampio ed autonomo — statuto normativo, tale da rappresentare un corpus disciplinare dalla adeguata “massa critica”; dall'altro farebbe difetto un aggettivo qualificante atto a distinguerlo: non potrebbe tale aggettivo essere intravisto nelle sole caratteristiche quantitative di PMI, tratto in sé mutevole e — constatando il modello socio economico dominante: le PMI in Italia rappresentano la quasi totalità delle imprese — poco caratterizzante; né potrebbe essere dato a mio avviso dalla (solo potenziale) standardizzazione delle partecipazioni e dall'apertura al mercato del capitale di rischio, che, del resto opzionali, si presentano come elementi comuni alle società azionarie. Appare invece più corretto ritenere che dalla comune base causale, di natura mista o eterogenea, e dal correlativo principio della elasticità possano derivare e declinarsi, dall'unico tipo, sottotipi o modelli di società a responsabilità limitata contrassegnati da norme speciali, peraltro suppletive. [...] Come in ogni evoluzione ove il beneficio, se comunemente apprezzato dal punto di vista socio-economico, viene generalizzato dal legislatore, è prevedibile che tutte le società a responsabilità limitata, indipendentemente dalla speciale qualificazione di PMI, ne beneficino, divenendo quindi tali norme, con gli opportuni contrappesi, diritto comune”.

<sup>6</sup> Laddove le parole «offerta al pubblico di prodotti finanziari» hanno sostituito le precedenti «sollecitazione all'investimento» per effetto dell'art. 5 del d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51.

passo della Relazione al d.lgs. n. 6/2003 in cui si leggeva: «come già avvenuto in altri ordinamenti, la società a responsabilità limitata cessa di presentarsi come una piccola società per azioni ed abbandona la tradizione del nostro ordinamento che ne faceva risalire il più immediato antecedente storico alla anonima per quote. Essa si caratterizza invece come una società personale la quale perciò, pur godendo del beneficio della responsabilità limitata, [...] può essere sottratta alle rigidità di disciplina richieste per la società per azioni».

Non occorre qui soffermarsi, in termini generali, sul tema dell'autonomia privata — ampiamente affrontato, come è risaputo, da una vastissima letteratura nel corso degli ultimi due decenni — quale tratto maggiormente caratterizzante la società a responsabilità limitata rispetto al tipo capitalistico maggiore, quanto piuttosto osservare che la già richiamata norma del codice vale a fondare (o comunque ad esprimere) la distinzione tra la natura della partecipazione azionaria nella s.p.a. e, appunto, quella della quota di s.r.l., sotto alcuni basilari profili.

In primo luogo, mentre le azioni di s.p.a. hanno necessariamente uguale valore nominale (rappresentando frazioni identiche e standardizzate del capitale sociale), le quote di s.r.l. possono essere (e generalmente sono) di valore diverso, in quanto modellate sulla persona di ciascun socio e commisurate — in linea di principio — al conferimento effettuato da ognuno; ancora, mentre le azioni di s.p.a. (rappresentando ciascuna l'unità di misura minima della partecipazione al capitale sociale) sono indivisibili, la stessa regola non vale per le quote di s.r.l.: di conseguenza, ogni azione di s.p.a. costituisce una partecipazione distinta ed autonoma rispetto alle altre (anche detenute da un medesimo azionista), laddove il socio di s.r.l. è titolare di un'unica quota di partecipazione; altro profilo, contrariamente alle azioni di s.p.a., le quali possono circolare in forma cartolare (ossia secondo le regole dettate per i titoli di credito, salve ovviamente quelle applicabili in caso di dematerializzazione, come a breve vedremo), un eventuale documento rappresentativo della quota di s.r.l. avrebbe semplicemente una valenza probatoria della qualità di socio, essendo comunque escluso che esso possa rappresentare uno strumento di trasferimento della

partecipazione stessa; non ultimo, come sancito espressamente dallo stesso art. 2468, comma 1, c.c., le quote di s.r.l., a differenza delle azioni, non possono «costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari».

Tale quadro complessivo — destinato a rimanere fermo, alla stregua delle norme del codice civile ancora oggi in vigore — è stato però sottoposto a significative rivisitazioni in anni recenti, con riferimento (almeno inizialmente) a particolari tipologie di s.r.l., assoggettate ad una regolamentazione peculiare e parzialmente derogatoria rispetto a quella generale.

Il regime circolatorio delle partecipazioni di S.r.l. è stato nel tempo oggetto di molteplici interventi legislativi che hanno inciso profondamente sulla relativa disciplina che, seppur brevemente, è necessario quindi ripercorrere<sup>7</sup>.

L'impianto originario del codice del 1942, dove la quota circolava con il semplice consenso delle parti, ha subito la sua prima sostanziale modifica con la L. n. 310 del 1993 (c.d. Legge Mancino) che ha introdotto tre adempimenti formali: (i) la stipulazione di un contratto in forma autentica; (ii) il deposito dell'atto autentico per l'iscrizione nel registro delle imprese e, (iii) l'iscrizione obbligatoria nel libro dei soci.

La riforma delle società di capitali del 2003 ha lasciato sostanzialmente immutata tale disciplina, accorpiandola nell'art. 2470 c.c.

La materia è stata poi innovata solo tra il 2008 il 2009:

- In primo luogo introducendo un meccanismo alternativo e parallelo a quello dell'atto autentificato dal notaio che permette alle parti di procedere al trasferimento della quota mediante supporto informatico sottoscritto con firma digitale da depositarsi presso il registro delle imprese a cura di certi intermediari abilitati (cioè soggetti iscritti negli albi dei dottori commercialisti, dei ragionieri e periti commerciali)<sup>8</sup>;

---

<sup>7</sup> Cfr. F. PERRECA, *La circolazione inter vivos della quota di S.r.l. tra efficacia Inter parte ed erga societatem*, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 5, 2020, p. 326 ss.; V. DE STASIO – G. DELLA CROCE, *Forme, pubblicità ed efficacia del trasferimento. Espropriazione delle partecipazioni*, in (diretto da) V. Donativi, *Trattato delle società*, Tomo III, Milano, 2022, p. 326 ss.

<sup>8</sup> Si veda, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito in l. 6 agosto 2008, n. 133.

- eliminando l'obbligo di tenere il libro dei soci e facendo dipendere il conseguimento della legittimazione nei confronti della società dal deposito dell'atto per l'iscrizione nel registro delle imprese<sup>9</sup>.

Con il d.l. 18 ottobre 2012 n. 179 (convertito in l. 17 dicembre 2012 n. 221), che, allora con riferimento alle sole s.r.l. start-up, aveva introdotto: — la possibilità di «creare categorie di quote fornite di diritti diversi e, nei limiti imposti dalla legge, [...] liberamente determinare il contenuto delle varie categorie anche in deroga a quanto previsto dall'art. 2468, commi secondo e terzo, del Codice civile»<sup>10</sup>; — la possibilità che le quote di partecipazione costituiscano «oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali»; — infine, una deroga al divieto di effettuare operazioni sulle proprie quote di cui all'art. 2474 c.c., il quale «non trova applicazione qualora l'operazione sia compiuta in attuazione di piani di incentivazione che prevedano l'assegnazione di quote di partecipazione a dipendenti, collaboratori o componenti dell'organo amministrativo, prestatori di opera e servizi anche professionali».

Queste previsioni sono state poi estese a tutte le s.r.l. qualificabili come PMI — anche non innovative, e quindi esercenti attività anche più tradizionali — dall'art. 57 del d.l. 24 aprile 2017 n. 50 (convertito in l. 21 giugno 2017 n. 96)<sup>11</sup>.

Tra i due menzionati interventi normativi, si era infatti inserito anche quello

---

<sup>9</sup> La *ratio* della riforma è spiegata con la “necessità di evitare, in nome delle esigenze di semplificazione sottesa ad ogni moderna disciplina delle imprese, una inutile duplicazione di adempimenti” dato che tale pubblicità è in grado di garantire la conoscibilità del trasferimento a qualsiasi soggetto interessato e, dunque, anche alla società. Cfr. G. ZANARONE, *Sub art 2470 c.c.*, in *Commentario Schlesinger*, Milano, 2010, p. 599.

<sup>10</sup> Più specificamente, è stata ammessa la creazione di «categorie di quote che non attribuiscono diritti di voto o che attribuiscono al socio diritti di voto in misura non proporzionale alla partecipazione da questi detenuta ovvero diritti di voto limitati a particolari argomenti o subordinati al verificarsi di particolari condizioni non meramente potestative».

<sup>11</sup> «Nel silenzio del d.l. n. 179/2012, trova applicazione l'art. 2 della Raccomandazione della Commissione Europea 2003/361/CE, adottata in Italia con il Decreto Ministeriale 18 aprile 2005 », in base alla quale la categoria delle PMI comprende le imprese che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro, oppure che hanno un totale di bilancio annuo inferiore ai 43 milioni di euro: F. ANNUNZIATA, *Art. 3, Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*, in (a cura di) P. Marchetti – M. Ventoruzzo, *Commentario alla Legge Capitali*, Pisa, 2024, p. 7.

rappresentato dal d.l. n. 3/2015 (convertito nella l. 24 marzo 2015, n. 33), il quale aveva già esteso alle PMI innovative parte della disciplina dettata tre anni prima per le sole start-up.

Inoltre, la stessa l. n. 33/2015 aveva introdotto il comma 2-*bis* all'art. 100-*ter* TUF, prevedendo — sempre per le *start-up* e PMI innovative — un regime alternativo a quello di cui all'art. 2470, comma 2, c.c. per la sottoscrizione e l'alienazione delle quote rappresentative del capitale.

Il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 — attuativo della Direttiva c.d. Mifid II — ha poi esteso a tutte le PMI (anche non innovative) quest'ultima disciplina, la quale è stata successivamente destinata alle S.r.l. *tout court* con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, di adeguamento del TUF al Regolamento UE n. 1503/2020 in tema di servizi di crowdfunding: in tal modo, è stato oggi consentito a tutte le s.r.l., a prescindere da requisiti dimensionali, di offrire al pubblico le loro quote attraverso gli appositi portali.

Peraltro, considerato che la stragrande maggioranza delle s.r.l. rientrano anche nella categoria delle PMI, si può dire che già con gli interventi normativi del 2015 e del 2017 fosse stata già sostanzialmente annullata la natura speciale delle disposizioni introdotte nel 2012.

Da ultimo, l'art. 3 della l. 5 marzo 2024 n. 21 ("Legge Capitali") ha previsto, in tal caso solo per le PMI, la possibilità di accedere al regime di dematerializzazione delle quote disciplinato dall'art. 83-*bis* TUF, al fine di agevolarne ulteriormente il trasferimento a costi più contenuti. Per le s.r.l. che si configurino come start-up o PMI (e quindi, comunque, la maggior parte di esse), insomma, vige oggi un sistema parzialmente diverso da quello disegnato dalle pagine del codice, tale per cui le marcate differenziazioni tipologiche tra s.r.l. e s.p.a., scaturite dalla riforma del 2003, si sono nuovamente affievolite, per quanto uno degli obiettivi del legislatore di inizio millennio fosse proprio quello di rendere il modello della s.r.l. la destinazione elettiva delle piccole e medie imprese.

Posta la disciplina speciale ora accennata, tuttavia, su cui meglio si dirà a breve, non si può prescindere dalle generali regole contenute nelle pagine del codice, le quali

non hanno conosciuto significative variazioni in epoca posteriore all'entrata in vigore del d.lgs. n. 6/2003 e, come segnalato poc'anzi, delineano lo statuto generale del tipo s.r.l., salvo quanto già accennato in ordine alla recente novella del TUF— e segnatamente dell'art. 100-ter — che ha reso possibile a tutte le s.r.l. l'accesso ai portali di crowdfunding per la sottoscrizione e l'acquisto delle loro quote.

Le operazioni di crowdfunding sono oggi disciplinate principalmente a livello europeo dal Regolamento (UE) 2020/1503, European Crowdfunding Service Providers - relativo ai fornitori europei di servizi di cloud coding per il business che disciplina equity-based e lending-based crowdfunding - divenuto obbligatorio, con regole uniformi, per tutta l'Europa dal 10 novembre 2023 anche al fine di agevolare l'operatività cross-border delle piattaforme<sup>12</sup>.

In particolare, alla luce di una recente normativa europea, i servizi di crowdfunding, con l'obiettivo di far incontrare gli interessi e finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma, si realizzano in una delle seguenti attività: da un lato, l'intermediazione nella concessione dei prestiti; dall'altro, il collocamento di valori mobiliari ed altri strumenti consentiti su una piattaforma pubblica; piattaforma che permette un accesso illimitato agli investitori e emessi da titolari di progetti e società veicolo (Special Purpose Vehicle: SPV), nonché ricezione e trasmissione degli ordini di clienti relativamente ai medesimi prodotti<sup>13</sup>.

Si registra, pertanto, in questo ambito una significativa ed importante novità: il fornitore può anche proporre servizi di gestione individuale di portafogli di prestiti, rispettando i parametri indicati dagli investitori e disponendo di solite procedure e

---

<sup>12</sup> Sul tema v. G. ZANARONE, *La s.r.l.: a vent'anni dalla riforma di diritto societario*, Milano, 2023, p. 469 ss.; E. MACCHIAVELLO, *La regolazione del cloud funding in Italia dopo l'adattamento del nostro ordinamento al regolamento UE n. 2020/1503: i principali cambiamenti per i fornitori di servizi di crowdfunding operanti in Italia e questioni ancora aperte*, in *Riv. dir. banc.* 2024, p. 135 ss.; P. SPOLAORE, *Il regime del crowdfunding tra fonti europee e nazionali*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2, 2024, p. 393; S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori di servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *NLCC*, 2021, p. 501 ss.; E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *Il nuovo diritto delle società*, 3, 2023, p. 481 ss.

<sup>13</sup> Cfr. O. CAGNASSO, *La s.r.l. italiana e le nuove possibilità di finanziamento tramite il crowdfunding*, in *Il Nuovo dir. società*, Giappichelli, 2017, n. 11.

metodologie interne.

Si tratta di un'attività articolata che implica valutazioni discrezionali sui progetti e, a tal fine, il gestore dovrà dotarsi di assetti organizzativi adeguati e specifici per calcolare il rischio di credito per i singoli progetti ma anche complessivamente sul portafoglio e dovrà, altresì, fornire in modo continuativo all'investitore-mandante una serie di informazioni utili al fine di monitorare il portafoglio.

A cascata a livello nazionale sono stati emessi il d. lgs. 10 marzo 2023, n. 30, che recepisce il Regolamento europeo e modifica il TUF ed un nuovo regolamento Consob (delibera n. 22720 del 1° giugno 2023); a completare il quadro si collocano gli orientamenti di vigilanza per i fornitori specializzati di crowdfunding emessi dalla Banca d'Italia nell'agosto 2023.

Dal punto di vista sistematico, la presenza di un corpus normativo organico (il regolamento ECSP e le relative disposizioni attuative, sia a livello europeo che nazionale) per l'investment crowdfunding, rispetto alla tradizionale esclusione delle quote di s.r.l. dall'investimento "sul mercato", indica che l'utilizzo di canali espressamente disciplinati per permettere alle s.r.l. di offrire le proprie quote come prodotti di investimento rappresenta una soluzione appropriata.

Ciò è particolarmente rilevante considerando che la normativa europea sul crowdfunding mira a garantire il corretto funzionamento del relativo mercato attraverso l'imposizione di obblighi di condotta per i gestori delle piattaforme e forme di tutela per gli investitori non professionali, distinguendosi così dai mercati finanziari tradizionali.

Ove si accogliesse un simile modo di ragionare, ragioni di coerenza sistematica imporrebbero di giungere ad analoga conclusione anche per quanto riguarda l'interpretazione dell'art. 26, comma 5, d.l. n. 179/2012, che menziona l'offerta di quote di s.r.l.-PMI "anche" tramite portali, sempre "nei limiti previsti dalle leggi speciali".

Questo diventa particolarmente rilevante se si considera che il d.lgs. n. 30/2023, pur introducendo una nuova disciplina del crowdfunding, non ha esplicitamente

abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012, il quale contiene la precedente normativa sullo stesso fenomeno.

Dunque, il fatto che il d.lgs. n. 30/2023 non abbia esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012 suggerisce che quest'ultimo sia stato tacitamente superato dalla nuova normativa, implicando che le disposizioni precedenti devono essere interpretate alla luce delle nuove regolamentazioni, garantendo che le offerte di quote di s.r.l. - PMI avvengano esclusivamente attraverso canali autorizzati di crowdfunding e nei limiti imposti dalle leggi speciali<sup>14</sup>.

In ultimo, la L. n. 21/2024, (c.d. Legge Capitali) introduce, tra le altre, due novità che interessano direttamente anche il fenomeno sotto osservazione: la dematerializzazione delle quote di s.r.l. PMI, norma fortemente voluta dalle piattaforme di equity-crowdfunding per favorire la circolazione di nuova liquidità in tutto il comparto delle PMI, e alla modifica della disciplina in materia di sottoscrizione di titoli di debito emessi dalle s.r.l. (ma anche di obbligazioni emesse dalle s.p.a.), rafforzando la propensione soprattutto della società responsabilità limitata verso il finanziamento sul mercato dei capitali.

Nell'ambito delle operazioni di equity-based crowdfunding è stata introdotta, poi, la possibilità che le quote di PMI costituite in forma di s.r.l. siano intestate a degli intermediari abilitati a svolgere servizi di investimento, i quali non le sottoscrivono in nome proprio, ma per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti aderenti all'offerta.

In tale circostanza, la circolazione della quota avviene mediante annotazione dei trasferimenti nei registri tenuti dagli intermediari.

Il sottoscrittore o l'acquirente ha diritto di ricevere un attestato, rilasciato dall'intermediario, comprovante la titolarità delle partecipazioni. Detto attestato ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali e, in quanto tale, non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote.

In ogni operazione di equity ovvero lending crowdfunding intervengono,

---

<sup>14</sup> Così, P. SPOLAORE, *La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, fasc. 1/2024, in *ODC*, p. 175 ss.

dunque, tre soggetti: un emittente titolare di un progetto, degli investitori e un fornitore di servizi di crowdfunding che mette in relazione i primi due attraverso una piattaforma abilitante; l'analisi delle novità, sotto i profili qui richiamati, che interessano i tre attori sulla scena del crowdfunding permetterà di mettere in luce i possibili punti di intersezione tra le operazioni di crowdfunding con un focus specifico sul mondo di s.r.l. e PMI.

3. In espressa deroga alle previsioni di cui all'art. 2468, comma 1, c.c. in cui è disposto che le partecipazioni dei soci di s.r.l. "non possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari", l'art. 26, comma 5, d.l. 179/2012, dispone, come detto, che: "le quote di partecipazione in PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso i portali per la raccolta di capitali di cui all'articolo 30 del presente decreto, nei limiti previsti dalle leggi speciali"<sup>15</sup>.

L'art. 30 d.l. 179/2012 aveva in un primo tempo inserito nell'art. 1, TUF, il comma 5-*novies* recante la definizione di "portale per la raccolta di capitali", intendendosi per tale "una piattaforma online che abbia come finalità esclusiva la facilitazione della raccolta di capitale di rischio da parte delle start-up innovative, comprese le start-up a vocazione sociale"; successivamente, la possibilità di raccogliere capitali di rischio anche tramite portali di crowdfunding è stata estesa alle PMI innovative e infine, a tutte le PMI, agli organismi di investimento collettivo del risparmio o altre società che investono in PMI<sup>16</sup>.

---

<sup>15</sup> Per quel che concerne i portali di raccolta di capitali ex art. 30 d.l. 179/2012, trattasi del c.d. crowdfunding, intendendosi con tale termine l'utilizzo di piattaforme digitali al fine di reperire capitale a titoli di rischio (equity crowdfunding) o a titolo di debito (debt crowdfunding) da parte delle imprese.

<sup>16</sup> Sul tema si veda la puntuale analisi di N. ABRIANI, *La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*, in *RDS*, 2019, n. 3, che sottolinea come le riforme intercorse negli anni rappresentino "una rivoluzione che passa dalla finestra della innovazione e, ancora una volta, conferma la natura "artificiale" della società a responsabilità limitata, la sua natura cangiante, di strumento bon à tout faire, che consente ora al legislatore di sperimentarne nuove utili utilizzazioni per far fronte alla grave crisi che dal 2008, partendo dagli Stati Uniti, ha proiettato il suo cono d'ombra sul nostro continente, e che, in alcuni paesi, come il nostro, ha avuto – e purtroppo, sta ancora avendo – riflessi più duraturi". e O. CAGNASSO, *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. PMI*, in *Il Nuovo dir. società*, 2018, n. 11.

È, dunque, possibile configurare tipologie di Srl aperte con partecipazioni diffuse tra il pubblico, venendo così meno la classica configurazione del tipo s.r.l. Funzionale ad iniziative economiche non aperte gli investimenti provenienti dal mercato dei capitali, e quindi sostanzialmente chiuse rispetto rispetto all'esterno.

A tal riguardo, è doveroso evidenziare come l'attuale formulazione dell'art. 1, comma 5-*novies*, TUF, introdotta dall'art. 30 d.l. 179/2012 non definisca più l'ambito soggettivo di applicazione della raccolta di capitali tramite portali online, ma contenga esclusivamente la definizione di "servizi di crowdfunding"<sup>17</sup>, per tali intendendosi i servizi indicati all'art. 2, par. 1, lett. a), del regolamento (UE) 2020/1503 quali "l'abbinamento tra gli interessi a finanziare attività economiche di investitori e titolari di progetti tramite l'utilizzo di una piattaforma di crowdfunding" che consistono in una delle seguenti attività:

i) "intermediazione nella concessione di prestiti" (il c.d. lending-based crowdfunding)

ii) "collocamento senza impegno irrevocabile, di cui all'allegato I, sezione A, punto 7), della

direttiva 2014/65/UE, di valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di crowdfunding emessi da

titolari di progetti o società veicolo, e ricezione e trasmissione degli ordini di clienti, di cui al

punto 1 di detta sezione, relativamente a tali valori mobiliari e strumenti ammessi a fini di

crowdfunding" (il c.d. investment-based crowdfunding).

La previsione contenuta nell'art. 26, comma 5, d.l. 179/2012 è completata dalle disposizioni di cui all'art. 100-*ter*, comma 1, TUF<sup>18</sup> il quale, con formula speculare all'art.

---

<sup>17</sup> L'art. 1, comma 5-*novies*, TUF modificato dall'art. 1, d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, recita "Per "servizi di crowdfunding" si intendono i servizi indicati all'art. 2, par. 1, lett. a), del regolamento (UE) 2020/1503".

<sup>18</sup> In materia di raccolta di capitali di rischio tramite portali on-line, il d.lgs. 3 agosto 2017, n. 129 recante "Attuazione della direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, relativa ai mercati degli strumenti finanziari e che modifica la direttiva 2002/92/CE e la direttiva

26, comma 5, d.l. 179/2012 prevede testualmente<sup>19</sup> che “in deroga a quanto previsto dall’articolo 2468, comma 1, c.c., le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding, nei limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503<sup>20</sup>.”

Può pertanto desumersi che la disciplina derogatoria concernente il divieto di incorporazione della quota di s.r.l. in titoli destinati alla circolazione è prevista al fine di favorire il ricorso al pubblico risparmio<sup>21</sup>.

La possibilità di ricorrere all’offerta al pubblico sui portali tende in tutta evidenza a mutare il c.d. *Corporate finance* delle PMI s.r.l.: anche sotto questo profilo, infatti,

---

2011/61/UE, così, come modificata dalla direttiva 2016/1034/UE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016, e di adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni del regolamento (UE) n. 600/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 15 maggio 2014, sui mercati degli strumenti finanziari e che modifica il regolamento (UE) n. 648/2012, così come modificato dal regolamento (UE) 2016/1033 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 23 giugno 2016”, in G.U. n. 198 del 25 agosto 2017, aveva apportato alcune modifiche alle disposizioni contenute nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (TUF). In dettaglio, l’art. 4, comma 3, lett. c) d.lgs. 129/2017 introduceva all’art. 100-ter TUF, i commi 1-bis e 2-bis contenenti la disciplina relativa all’offerta al pubblico delle quote di PMI che fossero s.r.l. In seguito a successive modifiche le suddette disposizioni sono poi state inserite negli attuali commi 1 e 2 dell’art. 100-ter, TUF.

<sup>19</sup> L’art. 100-ter, comma 1, del TUF è stato così modificato dall’art. 1, d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30 recante “Attuazione del regolamento (UE) 2020/1503, relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937, in G.U. n. 71 del 24 marzo 2023. In particolare, per quanto qui di interesse, il nuovo articolo-tartufo ammette la possibilità per le quote di partecipazione della S.r.l. di costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche, ma non solo, attraverso le piattaforme di crowdfunding, in deroga all’art. 2468, comma 1, c.c., prescindendo così quindi dall’oggetto sociale innovativo o dalla sua qualificabilità o meno quale PMI. L’intervento del legislatore, in linea con i precedenti interventi inizialmente limitati alle start-up innovative e poi ampliate alle PMI, si pone l’obiettivo di aprire la S.r.l. alle diverse tipologie di investitori in capitale di rischio, anche al fine di ridurre la dipendenza dai prestiti bancari delle piccole medie imprese e di diversificarne le fonti di finanziamento, sempre con l’intento finale di agevolarne e incentivarne la crescita. Si veda in tema, S. Guizzardi, *La S.r.l. che si apre al mercato*, in *Europa e Diritto privato*, fasc. 1, 2024, p. 147.

<sup>20</sup> Cfr. Regolamento (UE) 2020/1503 del parlamento europeo e del consiglio del 7 ottobre 2020 “relativo ai fornitori europei di servizi di crowdfunding per le imprese, e che modifica il regolamento (UE) 2017/1129 e la direttiva (UE) 2019/1937”.

<sup>21</sup> Con riguardo alla previsione di cui all’art. 2468, comma 1, c.c. cfr. G.F. Campobasso, *Diritto Commerciale 2 - Diritto delle Società*, Milano, 2022, 561-562, secondo il quale “le quote di partecipazione dei soci non possono essere rappresentate da azioni (art. 2468, comma 1, c.c.). Non possono cioè essere rappresentate da documenti destinati a circolare nelle più agili forme dei titoli di credito. Tale divieto, conseguenza del criterio personalistico con cui è attuata la divisione in parti del capitale sociale, costituisce un significativo ostacolo alla raccolta di ingenti capitali di rischio fra il pubblico dei risparmiatori, rendendo meno agevole la pronta mobilitazione dell’investimento”.

questo modello organizzativo indirizzato ad assomigliare alla s.p.a.

Deve. Tuttavia, considerarsi che le quote delle PMI s.r.l. sono qualificabili, ai sensi della disciplina del TUF e dello stesso codice civile, come “prodotti finanziari” e non come “strumenti finanziari” o “valori immobiliari”, il che ne esclude una piena parificazione alle azioni<sup>22</sup>.

Il venir meno, nell’art. 100-ter TUF, del riferimento alla qualifica di PMI come condizione per l’accesso delle società a responsabilità limitata alle piattaforme di crowdfunding è una soluzione che, pur non necessitata, si allinea con quanto previsto dal regolamento europeo sul crowdfunding e, più in generale, con gli obiettivi di sostegno alla crescita delle piccole e medie imprese, miranti a facilitarne l’accesso ai mercati dei capitali e ai canali alternativi di finanziamento.

Il regolamento europeo, infatti, non impone agli Stati membri di ammettere sui portali di crowdfunding le offerte relative a quote di “società private a responsabilità limitata”, ma nemmeno circoscrive l’accesso alle piattaforme a una particolare tipologia di imprese, né pone limiti dimensionali alle società offerenti.

Lascia invece piena discrezionalità ai legislatori nazionali, nella consapevolezza delle differenti discipline di diritto societario quanto alla raccolta sui mercati dei capitali da parte delle società a responsabilità limitata.

Il panorama comparatistico mostra una notevole varietà: nonostante siano soprattutto le piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata a fare ricorso al crowdfunding, nella maggior parte dei Paesi che hanno regolamentato questo canale di raccolta, le s.r.l. sono soggette al divieto di offerta al pubblico delle quote e al divieto di rappresentazione delle partecipazioni in forma cartolare, comportando maggiori costi e difficoltà nel reperimento di risorse sui mercati dei capitali<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Di questa opinione O CAGNASSO, *La “lunga marcia” di avvicinamento delle partecipazioni di s.r.l. alle azioni*, in *Giur. It.*, 2017, p. 2428 ss.

<sup>23</sup> Cfr. P. AGSTNER, *Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*, fasc. 1/2024, in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, p. 198 ss. in riferimento alla soluzione prospettata dal Regno Unito per consentire alle private companies, sottoposte al divieto di offerta al pubblico di shares. Cfr. anche sul punto S. CORSO,

In questo senso, la scelta del legislatore italiano di estendere la possibilità di offerta al pubblico delle quote a tutte le s.r.l. appare legittima e trova conferma in analoghe scelte compiute da altri Paesi. Tuttavia, sul piano del metodo, è discutibile in quanto l'inserimento all'interno del TUF di una previsione così ampia in deroga al diritto comune della s.r.l. avrebbe forse richiesto un diverso coordinamento con la disciplina codicistica<sup>24</sup>.

L'attuale formulazione dell'art. 100-ter, comma 2, TUF, a seguito della novellazione effettuata dalla "Legge Capitali", disciplina il regime di sottoscrizione e trasferimento delle quote di partecipazione delle PMI costituite nella forma di s.r.l. di cui si può fruire "in alternativa" rispetto gli ordinari procedimenti previsti sia dall'art. 2470, comma 2, c.c., sia dall' art. 36, comma 1-bis, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla legge 6 agosto 2008, n. 133<sup>25</sup>.

Più dettagliatamente, il regime alternativo prevede che:

a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati ad effettuare servizi di investimento<sup>26</sup>; questi ultimi sottoscrivono le partecipazioni in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito

---

*Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021.

<sup>24</sup> Così, F. SILLA, *La dematerializzazione delle quote nella S.r.l., tra normativa e tecnologia: un'analisi delle riforme recenti e delle prospettive future*, in [lawewview.luiss.it](http://lawewview.luiss.it)

<sup>25</sup> Sulla finalità del sistema alternativo, cfr. P. BENAZZO, voce *Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 484 secondo il quale "Sull'assunto che la disciplina ordinaria di cui all'art. 2470 c.c. (atto di trasferimento, con sottoscrizione autentica, da depositarsi al registro delle imprese a cura del notaio autenticante) ovvero di quella prevista dall'art. 36, co.1 bis, d.l. n. 112/2008, convertito dalla l. 6 agosto 2008, n. 133 e s.m.i. (atto sottoscritto con firma digitale e con deposito nel registro a cura dell'intermediario abilitato) possa non essere efficace ed efficiente rispetto all'esigenza di creare un mercato secondario più liquido e fluido per le partecipazioni acquisite mediante operazioni di crowdfunding, il d.l. n. 3 2015, con l'art. 4, 10° co., ha istituito un regime alternativo, quanto facoltativo, per le quote rappresentative del capitale di start-up innovative e PMI innovative costituite in forma non azionaria".

<sup>26</sup> L'art. 100-ter, comma 2, lett. a), TUF, prevede che "a) la sottoscrizione può essere effettuata per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di uno o più dei servizi di investimento previsti dall'articolo 1, comma 5, lettere a), b), c), c-bis), ed e); gli intermediari abilitati effettuano la sottoscrizione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori o degli acquirenti che abbiano aderito all'offerta di crowdfunding". L'art. 1, comma 5, TUF prevede che "Per "servizi e attività di investimento" si intendono i seguenti, quando hanno per oggetto strumenti finanziari: a) negoziazione per conto proprio; b) esecuzione di ordini per conto dei clienti; c) assunzione a fermo e/o collocamento sulla base di un impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; c-bis) collocamento senza impegno irrevocabile nei confronti dell'emittente; (...) e) ricezione e trasmissione di ordini".

all'offerta di crowdfunding;

b) gli intermediari abilitati, entro i trenta giorni successivi alla chiusura dell'offerta, depositano

presso il registro delle imprese una certificazione attestante la loro titolarità di soci per conto di

terzi, sopportandone il relativo costo.

L'adesione all'offerta di crowdfunding, secondo quanto previsto dalle condizioni di adesione pubblicate nella piattaforma di crowdfunding, in caso di buon fine della stessa - qualora l'investitore decida di avvalersi del regime alternativo - comporta il contestuale e obbligatorio conferimento di mandato agli intermediari incaricati, affinché i medesimi pongano in atto una serie di adempimenti.

In base a tale mandato, gli intermediari incaricati effettueranno l'intestazione delle quote in nome proprio e per conto dei sottoscrittori, tenendo adeguata evidenza dell'identità degli stessi e delle quote possedute e rilasceranno, su richiesta del sottoscrittore o del successivo acquirente, una certificazione comprovante la titolarità delle quote. Tale certificazione ha natura di puro titolo di legittimazione per l'esercizio dei diritti sociali, è nominativamente riferita al sottoscrittore, non è trasferibile (neppure in via temporanea né a qualsiasi titolo) a terzi e non costituisce valido strumento per il trasferimento della proprietà delle quote<sup>27</sup>.

Inoltre, gli intermediari e abilitati potranno permettere ai sottoscrittori che ne facciano richiesta di alienare le quote mediante semplice annotazione del trasferimento nei registri tenuti dall'intermediario, con ciò derogando alle formalità di cui all'art. 2470, comma 2, c.c.

---

<sup>27</sup> Tale diversa modalità di accertamento della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali e, più in generale, della titolarità delle quote, non è più fondata esclusivamente sulle risultanze del registro delle imprese bensì sulla base della suddetta certificazione. Così Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 17 secondo il quale "Ne deriva che l'evidenza del registro delle imprese rappresenta solo un indice di legittimazione indiretta all'esercizio dei diritti sociali, ex art. 2470, c.c., nel senso che il socio/titolare effettivo non risulta iscritto, ma la sua legittimazione dipende dalla concorrenza di due elementi:

- l'iscrizione nel registro delle imprese dell'intermediario; - la consegna (esibizione) della certificazione rilasciata dall'intermediario. La carenza di uno dei due elementi non legittima all'esercizio dei diritti sociali il singolo socio".

È inoltre disposto che la scritturazione e il trasferimento delle quote mediante il regime sopra

illustrato non comportino costi o oneri né per l'acquirente, né per l'alienante e che la successiva certificazione effettuata dall'intermediario, ai fini dell'esercizio dei diritti sociali, sostituisca ed esaurisca le formalità di cui all'art. 2470, comma 2, c.c.<sup>28</sup>.

Tale disciplina delinea una modalità alternativa rispetto al trasferimento delle quote realizzato sulla base delle prescrizioni contenute nella norma dell'art. 2470 c.c., simile al sistema di gestione accentrata degli strumenti finanziari che è stato originariamente concepito dal d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 per le sole start-up innovative<sup>29</sup> e per le PMI innovative<sup>30</sup>.

Non sono mancate critiche a questa disposizione derogatorie: è stato infatti sottolineato che la necessità di trasparenza caratterizzante la disciplina contenuta nella norma dell'art. 2470 c.c. non è del tutto riprodotta nel contesto delle regole in cui si snoda il sistema alternativo di trasferimento sopra delineato.

Ciò a causa sia «del forte ridimensionamento del ruolo del Registro delle imprese, sia della sostanziale eliminazione della pubblicità, relativamente ai soggetti che risultano titolari effettivi delle quote»<sup>31</sup>.

L'attività di gestione dei portali può essere svolta da imprese di investimento o banche, nonché dai c.d. "gestori di portali", questi ultimi a condizione che trasmettano gli ordini riguardanti la sottoscrizione e la compravendita di strumenti finanziari rappresentativi di capitale esclusivamente a banche e ad imprese di investimento, senza poter detenere "somme di danaro o strumenti finanziari di pertinenza di terzi".

---

<sup>28</sup> Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 101-2018/I, cit., 16, evidenzia come già con riferimento alla disciplina introdotta per le start-up e PMI innovative ci si era interrogati sulla possibilità che l'annotazione della vicenda circolatoria nei registri dell'intermediario, sostituendo il deposito presso il registro delle imprese, fosse idonea a generare l'effetto protettivo dell'acquirente di buona fede previsto dall'art. 2470, comma 3, c.c.

<sup>29</sup> Sul tema, cfr. M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. Soc.*, 2018, n. 1, p. 855 ss.; M. MALTONI, *La s.r.l. start-up innovativa*, in A.A.V.V., *Le nuove s.r.l. Aspetti sistematici e soluzioni operative (Atti del convegno di Firenze, 18 ottobre 2013 e Mestre, 23 gennaio 2014)*, Milano, 2014, p. 196 ss.

<sup>30</sup> Cfr., a riguardo, CNN, Studio n. 67 -2021/I, Commissioni Studi di Impresa, in *fondazione-notariato.it*

<sup>31</sup> In questi termini, P. REVIGLIONE, *Sottoscrizione e trasferimento delle partecipazioni*, in *Start-up e PMI innovative*, Zanichelli, 2020, p. 390 ss.

Si evidenzia come la Consob abbia adottato, a riguardo, un apposito regolamento<sup>32</sup> - modificato e integrato nel tempo – che istituisce il registro dei gestori di portali e stabilisce i requisiti per l'iscrizione, nonché le generali regole di condotta per l'esercizio dell'attività di gestore.

Inoltre, secondo quanto previsto dall'art. 100-ter, comma 4, TUF, il suddetto regime alternativo di trasferimento delle quote deve essere chiaramente indicato nella piattaforma di crowdfunding, ove sono altresì predisposte apposite idonee modalità per consentire all'investitore di esercitare l'opzione, oppure indicare l'intenzione di applicare il regime ordinario di cui all'art. 2470, comma 2, c.c. e all'art. 36, comma 1-bis, del d.l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla l. 6 agosto 2008, n. 133.

È poi previsto, nel successivo comma 5, che l'esecuzione di sottoscrizioni, acquisti e alienazioni di strumenti finanziari emessi da società a responsabilità limitata ovvero di quote rappresentative del capitale delle medesime, effettuati secondo le modalità sopra illustrate, non necessiti della stipulazione di un contratto scritto<sup>33</sup>.

Il progressivo accesso delle società a responsabilità limitata ai mercati finanziari, avviato con cautela dalla riforma del diritto societario del 2003, ha consentito alle s.r.l. di emettere titoli di debito destinati agli investitori professionali.

Tale intervento legislativo si è configurato come una misura volta a favorire l'investimento pubblico mediante l'intermediazione e la garanzia di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale, ai sensi dell'art. 2483 c.c.

La deroga a tale divieto, introdotta dalla Legge Capitali e inizialmente riservata alle imprese innovative, estesa successivamente alle s.r.l. rientranti nella categoria

---

<sup>32</sup> Regolamento Consob n. 18592 Sulla raccolta di capitale tramite portali on-line (aggiornato con le modifiche apportate con delibera n. 21259 del 6 febbraio 2020, in vigore dal 16 febbraio 2020, reperibile al sito *consob.it*

<sup>33</sup> Si annota come la previsione contenga una deroga alla disciplina di cui all'art. 2470, c.c. e all'art. 36, d.l. 112/2008 che prevedono per il contratto di trasferimento, rispettivamente, la forma di scrittura privata autenticata da depositare e iscrivere nel registro delle imprese entro trenta giorni dalla sottoscrizione a cura del notaio autenticante e la sottoscrizione con firma digitale da depositare entro trenta giorni nel registro delle imprese, a cura di un intermediario abilitato ai sensi dell'art. 31, comma 2-*quater*, della l. 24 novembre 2000, n. 340.

delle piccole e medie imprese (PMI), ha contribuito a ridurre una delle principali disuguaglianze tra la società a responsabilità limitata e la società per azioni, imponendo una revisione del confine tipologico tra queste due tipi societari<sup>34</sup>.

4. La legge, inoltre, introducendo la significativa innovazione per le PMI organizzate come s.r.l., della dematerializzazione delle loro quote di partecipazione, precisa che la facoltà di dematerializzazione riguarda solo le quote che soddisfano contemporaneamente due condizioni:

- una “soggettiva”, essere cioè emesse da una PMI;
- una “oggettiva”, avere cioè uguale valore e conferire uguali diritti e, quindi, essere standardizzate<sup>35</sup>.

Il nuovo regime operato dalla Legge Capitali, integrato dalle disposizioni del TUF, che prevede che il trasferimento delle quote avvenga tramite operazioni di conto presso intermediari abilitati, eliminando la necessità di intervento notarile (come avviene nel regime ordinario secondo l’art. 2470 c.c.), rende il processo di trasferimento più rapido e meno costoso, garantendo comunque adeguate tutele agli acquirenti.

La certificazione dell’annotazione contabile nel conto diventa la fonte principale di legittimazione all’esercizio dei diritti derivanti dalle quote di partecipazione, sostituendo (in parte) la funzione del registro delle imprese.

Nonostante il potenziale vantaggio di una circolazione delle quote sicuramente più snella, la novella non compromette i diritti dei soci in quanto la norma cardine è volta a garantire che la legittimazione all’esercizio dei diritti derivi dalla registrazione nel conto e non dalla mera iscrizione nel registro delle imprese.

Si introduce, quindi, una nuova forma di documentazione delle partecipazioni di

---

<sup>34</sup> Cfr. D. DE FILIPPIS, *S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*, in *Tratt. soc.*, diretto da V. Donativi, III, Utet Giuridica, 2022.

<sup>35</sup> Cfr. M. CIAN, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società responsabilità limitata (art. 3 L. 21/2024)* – Studio n. 42/2024/I del Consiglio Nazionale del Notariato; C. CLERICI, *Legge Capitali: principali novità di interesse notarile*, in *Notariato*, 3/2024, p. 244.

s.r.l. e una “quarta” modalità di circolazione delle stesse: in aggiunta alla tradizionale circolazione per atto notarile ex art. 2470 c.c., per atto digitale veicolato da professionista abilitato ex art. 36, d. l. n. 112 del 2008, entrambi destinati poi al deposito presso il registro delle imprese, e accanto alla più recente circolazione intermediata e semplificata delle quote collocate tramite crowdfunding (art. 100-ter, TUF) è ora ammessa la registrazione in conto delle quote e il loro trasferimento mediante operazioni di giro.

Tale processo si inserisce nel quadro delineato dall’art. 3 della suddetta legge e modifica radicalmente il regime di trasferimento e gestione delle quote delle s.r.l., allineandosi ai moderni standard di mercato.

Inoltre, l’art. 3 del D.L. “Capitali” stabilisce anche che il regime di dematerializzazione intermediata delle quote di S.r.l. che hanno promosso raccolte di crowdfunding<sup>36</sup> di cui al comma 2 dell’art. 100-ter TUF è regime alternativo anche al regime di dematerializzazione introdotto dal (futuro) nuovo comma 2-bis e ss. dell’art. 26 D.L. 179/2012.

Consentire l’accesso al solo regime di dematerializzazione e non alla gestione accentrata di titoli di credito sembra una scelta opportuna.

L’accesso alla, sia pur desueta, gestione accentrata non-dematerializzata avrebbe provocato non indifferenti difficoltà, sia in quanto le s.r.l. non possono emettere azioni (e, più in generale, titoli di credito)<sup>37</sup>, sia in quanto le quote di partecipazione, diversamente dalle azioni, non sono strumenti caratterizzati dalla medesima uniformità o, come già detto, possibilità di standardizzazione<sup>38</sup>.

Si introduce la possibilità, infatti, per le s.r.l., qualificate come PMI, di accedere al regime di dematerializzazione delle quote di cui all’art. 83-bis TUF, con conseguente

---

<sup>36</sup> Ossia l’intestazione delle quote della S.r.l. che ha promosso la raccolta a nome di un intermediario “per conto [dei] terzi” investitori (e la relativa pubblicazione di siffatta intestazione nel Registro delle Imprese).

<sup>37</sup> Salvo adottare una interpretazione estensiva della disapplicazione del divieto di cui all’art. 2468 c.c. stabilita dall’art. 26, comma 5, D.L. 179/2012 anche con riferimento al divieto di emissione azionaria.

<sup>38</sup> In ordine agli ultimi sviluppi interpretativi in materia di dematerializzazione obbligatoria di titoli di credito, cfr. R. LENER – G. BONANTE, *Dematerializzazione obbligatoria di titoli soggetti alla lex societatis italiana*, in *dirittobancario.it*, 25 novembre 2021.

applicazione della disciplina della gestione accentrata delineata dalla Sezione I del Capo IV del titolo II-bis del TUF<sup>39</sup>.

Il regime di dematerializzazione “forte” si affianca ai sistemi di circolazione preesistenti quali il sistema di circolazione ordinario disciplinato dall’art. 2470 c.c., ovvero il regime di cui all’art. 36, comma 1 *bis*, d.l. 25 giugno 2008, n. 112, nonché il regime di circolazione intermediata delle partecipazioni dematerializzate (c.d. dematerializzazione “impropria”) introdotto per le s.r.l. PMI che ricorrono alla sollecitazione del risparmio presso il pubblico tramite piattaforme di equity crowdfunding, ex art. 100- *ter*, TUF<sup>40</sup>.

Più precisamente, viene consentito l'accesso alla dematerializzazione alle cosiddette "categorie" di quote di partecipazione, ordinarie e speciali, delle PMI di cui all’art. 26, comma 2, del d. l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni, dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221, purchè, come detto, “aventi uguale valore e conferimenti uguali diritti”.

Più nello specifico, con l’introduzione del nuovo comma 2-*bis*, viene disposto che le quote delle s.r.l. PMI che abbiano eguale valore e che attribuiscono eguali diritti “possono esistere in forma scritturale” ai sensi di quanto previsto dall’art. 83-*bis*, TUF in materia di gestione accentrata in regime di dematerializzazione.

Se della forma scritturale regolata all’interno degli artt. 83-*bis* ss. TUF si assume come centrale il fatto che essa contempra il funzionamento di un complesso sistema di rappresentazione e circolazione (pluri)intermediata delle “unità” che vi sono sottoposte, la circostanza che tali unità siano sprovviste di una qualsivoglia materialità anteriormente al loro assoggettamento (come è per le partecipazioni di s.r.l.) può essere degradata, come è stato sostenuto, a livello di “un’inelegante, seppur innocua,

---

<sup>40</sup> Sul regime di dematerializzazione forte delle quote di s.r.l. PMI “quale ulteriore sistema di circolazione” cfr.

A. BUSANI *Titoli dematerializzati trasferibili senza scrittura privata autenticata*, in *Sole 24 ore* del 28 marzo 2024, Norme e Tributi - Focus Legge Capitali per Pmi e società: le misure più importanti, 6.

*contradictio in adiecto*<sup>41</sup>.

Ciò che conta è che la dematerializzazione dev'essere intesa come la designazione sintetica e convenzionale di una complessa trama di operatori che, intervenendo in vari ruoli nel ciclo di emissione e trasferimento delle "entità" ad essa sottoposte, ne consentono la venuta ad esistenza mediante l'iscrizione in conti (unica ed insostituibile forma espressiva) e ne rendano possibile la circolazione attraverso la variazione dei saldi di questi conti.

Se essa è nata in risposta all'esigenza di azzerare «la manipolazione di masse cartacee sempre più imponenti»<sup>42</sup>, nulla impedisce che possa essere impiegata per rappresentare e movimentare anche le partecipazioni di s.r.l., dato che il suo aspetto essenziale è appunto l'accentramento dell'intermediazione, rispetto al quale, per vero, le quote di s.r.l. non sono del tutto estranee, provenendo dall'accentramento presso il registro delle imprese<sup>43</sup>.

Superata questa precisazione, non resta che tentare di affrontare alcuni nodi problematici alla luce di quanto emerge dal testo della legge "capitali" e dal suo coordinamento con le previsioni del TUF.

5. Un primo rilievo di portata generale che si può formulare attiene al "disallineamento" di tale precetto rispetto al complesso di previsioni dell'art. 83-bis TUF, nel quale l'adozione della forma scritturale per la rappresentazione e circolazione dei propri titoli è – in un disegno connotato da un'intrinseca progressività – oggetto di un obbligo per gli emittenti ammessi alla negoziazione in una sede italiana o di altro stato UE, oppure di una facoltà per gli altri emittenti "diversi": per le s.r.l. PMI l'accesso alla dematerializzazione risulta dunque una possibilità, tuttavia non estesa a tutte le s.r.l. e, come detto, sorprendentemente, inaccessibile per le s.r.l. di maggiori

---

<sup>41</sup> Così S. CORSO – A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Rivista Orizzonti di diritto commerciale*, n. 1, 2024, p. 165.

<sup>42</sup> Così, P. SPADA, *Introduzione al diritto dei titoli di credito*, Torino, Giappichelli, 2012, p. 128.

<sup>43</sup> Parla di «informatizzazione centralizzata del libro dei soci di s.r.l.» F. MURINO, *Circolazione della quota, legittimazioni e autonomia privata nella s.r.l.*, Milano, Giuffrè, 2017, p. 73 ss.

dimensioni<sup>44</sup>.

D'altra parte, precludere alle s.r.l. che superino le soglie di PMI la possibilità di offrire al pubblico le quote appare incoerente con l'obiettivo di favorire la crescita delle piccole e medie imprese, in quanto finisce per imporre a queste ultime, qualora intendano proseguire la raccolta nei mercati dei capitali, il costo della trasformazione in società per azioni<sup>45</sup>.

È da evidenziare che la Legge Capitali non sembra poi ammettere le quote di tutte le s.r.l. alla dematerializzazione: l'art. 3 della Legge Capitali inserisce le norme sulla dematerializzazione delle quote di S.r.l. solo nell'art. 26 del D.L. 179/2012 (e non anche le corrispondenti norme codicistiche).

Ciò ha l'effetto implicito di limitare questa innovazione alle quote delle sole s.r.l. qualificabili come: (i) start-up innovative ex art. 25, comma 2, D.L. 179/2012; o (ii) PMI.

Ne deriverebbe, perciò, che dal sistema della dematerializzazione saranno paradossalmente escluse le c.d. "grandi s.r.l."

Ciò non sembra di facile comprensione, né fondato su una qualche plausibile giustificazione<sup>46</sup>.

Nessun riferimento a limiti dimensionali è poi contenuto nel regolamento europeo sul crowdfunding, anche se dalla lettura dei considerando traspare la natura

---

<sup>44</sup> Si vedano le persuasive argomentazioni di N. CIOCCA - A. GUACCERO, *La raccolta di capitale di rischio delle P.M.I. attraverso i canali tradizionali*, in *Start up e P.M.I. innovative*, diretto da O. Cagnasso – A. Mambiani, Bologna, Zanichelli, 2020, p. 849 ss.

<sup>45</sup> In questo senso v. anche F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter: prime riflessioni*, in *Orizzonti di diritto commerciale*, 2023, p. 908.

<sup>46</sup> Inoltre, la scelta di limitare l'accesso alle sole s.r.l. - PMI sembra foriera di significativi paradossi quando poi si considerino i potenziali effetti dell'assoggettamento della S.r.l. "non-più-PMI" alla sola disciplina ordinaria codicistica. Secondo S. CORSO – A. LAUDONIO, *Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*, in *Orizzonti*, 2024, pp. 119– 174, il fatto che l'accesso facoltativo alla dematerializzazione è consentito alle sole S.r.l.-PMI comporta che la S.r.l. che vi abbia fatto ingresso da PMI debba, poi, esserne esclusa una volta superati i limiti dimensionali della piccola e media impresa, (superamento che avverrebbe, peraltro, tendenzialmente a causa della crescita causata dalla decisione di aprirsi al mercato dei capitali). Ciò, in quanto la società, divenuta grande (o "non-più-PMI") tornerebbe a essere disciplinata dal solo codice civile e, dunque, dall'art. 2468, comma 1, c.c., che vieta espressamente sia la standardizzazione, sia l'appello al pubblico risparmio. Una siffatta tesi, per quanto condivisibile in punto di interpretazione letterale, non tiene conto del fatto che in questo caso si arriverebbe al paradossale risultato di fare uscire le quote dal sistema in modo forzato, "chiudendo" così il capitale della società proprio dopo che la società è cresciuta grazie al mercato medesimo

e la vocazione del crowdfunding a costituire «una forma di finanza alternativa per le start-up e per le piccole e medie imprese (PMI)» e, in quest’ottica, si comprende l’interesse del legislatore europeo a dettare regole uniformi per questo particolare canale di raccolta dei capitali nella cornice della Capital Market Union<sup>47</sup>.

La scelta in questione risulta ancora più irragionevole se si considera che l’accesso (anche qualora volontario) al regime di dematerializzazione tradizionale impone all’emittente un notevole incremento della trasparenza informativa, con il conseguente aggravio dei requisiti e delle necessità organizzative.

In sintesi, l’ammissione alla dematerializzazione riservata esclusivamente alle start-up innovative e alle PMI implica per queste ultime un impegno organizzativo di portata significativa, verosimilmente sproporzionato rispetto alle loro effettive capacità. Inoltre, l’esclusione delle cd “grandi Srl” da tale accesso (senza che vi sia una giustificazione costituzionalmente fondata) preclude loro l’opportunità di aprirsi ai mercati finanziari e di reperire il capitale necessario per il potenziamento delle proprie attività<sup>48</sup>.

Nel definire il perimetro di applicazione del regolamento si è avuto riguardo non tanto alla dimensione o alla forma giuridica delle società emittenti, quanto piuttosto alla tipologia di strumenti suscettibili di essere offerti nelle piattaforme on line.

In particolare, rispetto all’iniziale proposta di limitare l’offerta ai soli investimenti connessi a valori mobiliari, si è giunti nel testo definitivo ad accogliere la tesi più permissiva favorevole a consentire l’offerta anche di «altri strumenti» – diversi

---

<sup>47</sup> Cfr. il primo considerando del regolamento europeo crowdfunding. Occorre ad ogni modo segnalare che le istituzioni europee hanno tardivamente integrato il crowdfunding nelle proprie politiche: esso, quale canale di finanziamento per le imprese di minori dimensione, ad esempio, non è contemplato né nello Small Business Act (COM(2008) 394 final), né nella comunicazione della Commissione (COM(2010) 2020) sulla strategia per una crescita intelligente, sostenibile e inclusiva. La rimozione delle barriere giuridiche all’espansione transfrontaliera dell’equity-based crowdfunding è stata oggetto di un primo approccio solo nella comunicazione Sfruttare il potenziale del crowdfunding nell’Unione europea, COM(2014) 172 final. Cfr., al riguardo, A. LAUDONIO, *Equity based crowdfunding: la protezione degli investitori nel prisma delle legislazioni europee e latinoamericane*, in *Riv. soc.*, 2019, p. 1242.

<sup>48</sup> Cfr. sul punto, R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di s.r.l.?*, in *Quaderni Assosim*, n. 01, 2023, 13 ss. e ID., *Nuove quote o nuova s.r.l.? Pensare prima di legiferare*, in *Analisi giur. econ.*, n. 1, 2024, pp. 29-44.

dai valori mobiliari – purché liberamente trasferibili sui mercati dei capitali<sup>49</sup>.

La s.r.l. costituisce il tipo societario adottato in misura largamente prevalente dalle imprese che accedono alle piattaforme di crowdfunding ed appare, quindi, in linea con la tipologia della realtà la scelta del legislatore domestico di focalizzare l'attenzione su tale modello per consentire alle imprese lo sfruttamento delle opportunità connesse all'accesso a tali canali alternativi di finanziamento<sup>50</sup>.

Viceversa, non del tutto in sintonia con la policy sottostante all'estensione a tutte le s.r.l. dell'offerta al pubblico delle quote, appare l'ultimo degli interventi legislativi che, nell'ottica del sostegno alla competitività dei mercati dei capitali, introduce la possibilità di sottoporre a regime di dematerializzazione le (sole) quote standardizzate di s.r.l.-PMI<sup>51</sup>.

---

<sup>49</sup> Cfr., rispettivamente, l'11° considerando della proposta di regolamento del 27 marzo 2019 (7743/2019) e il 13° considerando del testo definitivo del regolamento approvato. Quest'ultimo individua tra gli altri «strumenti ammessi a fini di crowdfunding», che possono formare oggetto di offerta sui portali, le «azioni o quote di talune società private a responsabilità limitata». L'espresso riferimento alle quote scompare peraltro nell'art. 2, primo comma, lett. n) del regolamento, nel quale vengono menzionate unicamente le «azioni di una società privata a responsabilità limitata che non sono soggette a restrizioni che di fatto ne impedirebbero il trasferimento» (enfasi aggiunte). Si ritiene tuttavia, pressoché unanimemente, che tale riferimento debba ritenersi comprensivo anche delle quote di società a responsabilità limitata, in quanto non avrebbe senso interpretare restrittivamente il riferimento alle «azioni», in evidente contrasto con la volontà del legislatore europeo di estendere la raccolta tramite le piattaforme di crowdfunding anche a strumenti diversi dai valori mobiliari. Per ulteriori considerazioni sia consentito il rinvio a S. CORSO, *Il regolamento europeo sui fornitori dei servizi di crowdfunding: prime considerazioni*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2021, p. 511 ss., e cfr., altresì, F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter : prime riflessioni*, in *Riv. Orizzonti di diritto commerciale*, 2023, p. 899 s.; P. SPOLAORE, *S.R.L. e offerta al «pubblico» di partecipazioni sociali*, Milano, Giuffrè, 2022, p. 42 ss.; E. FREGONARA, *Le recentissime novità in materia di crowdfunding*, in *NDS*, 2023, p. 485.

<sup>50</sup> Nella prassi applicativa, come dimostrano i dati raccolti dall'Osservatorio sul CrowdInvesting del Politecnico di Milano, la gran parte delle imprese che promuovono campagne di raccolta nei portali on line sono start-up e PMI innovative, mentre risulta ancora contenuta, seppure in crescita, la percentuale di PMI (non innovative) che hanno utilizzato questo canale alternativo di raccolta dei capitali. Cfr., al riguardo, il 9° Report italiano sul CrowdInvesting del Politecnico di Milano del 22 luglio 2024, dal quale risulta che le imprese protagoniste delle campagne di crowdfunding sono in crescita e la raccolta nelle piattaforme di crowdfunding continua pertanto ad essere tuttora appannaggio delle start-up e delle PMI innovative (che adottano in larghissima percentuale la forma di s.r.l.), anche se risulta significativamente cresciuta nell'ultimo anno la quota di PMI-s.r.l.

<sup>51</sup> Cfr. l'art. 3 della legge rubricata «Interventi a sostegno della competitività dei capitali e delega al Governo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti» (d'ora in poi, legge «capitali»), approvata definitivamente dal Senato il 27 febbraio 2024, che modifica l'art. 26 d.l. n. 179/2012 (conv. in l. n.

A seguito di tale novità legislativa il regime alternativo di rappresentazione e di circolazione in forma scritturale delle quote viene riservato ad una platea di s.r.l. emittenti (*i.e.* le s.r.l. di piccola e media dimensione) che non coincide con la più ampia platea di s.r.l. legittimate a derogare al divieto di offerta al pubblico delle quote, ai sensi del novellato art. 100-*ter* TUF.

L'impressione è che la recente previsione in tema di dematerializzazione facoltativa delle quote, anticipata nel Libro verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 2022, meritasse un migliore coordinamento con la novella dell'art. 100-*ter* TUF in quanto, sebbene la dematerializzazione non sia necessariamente collegata all'offerta al pubblico delle quote, è innegabile che essa agevoli la sottoscrizione e la successiva circolazione delle partecipazioni nei mercati dei capitali<sup>52</sup>.

È pertanto singolare che il legislatore abbia scelto di riservare tale regime alle sole s.r.l.-PMI, là dove è ormai estesa a tutte le s.r.l. non soltanto la possibilità di offrire al pubblico le quote, ma anche di optare, a richiesta del sottoscrittore, per il regime di circolazione "intermediata" di cui all'art. 100-*ter*, comma 2, TUF, previsto come regime alternativo per la circolazione delle quote sottoscritte sui portali di crowdfunding.

L'accesso al sistema di gestione accentrata è dunque consentito esclusivamente alle s.r.l. qualificabili come PMI, dal momento che sono le sole legittimate all'emissione di quote di categoria.

Di qui ne consegue che, ai sensi di quanto previsto dal summenzionato comma 2-*bis*, la dematerializzazione abbia ad oggetto esclusivamente quote "aventi eguale

---

221/2012), introducendo i commi 2-*bis*, *ter* e *quater*, in tema di emissione in forma scritturale delle quote di s.r.l.-PMI «aventi eguale valore e conferenti eguali diritti».

<sup>52</sup> Cfr. il Libro Verde del Ministero dell'Economia e delle Finanze, "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita", 2022, 32 e la relazione illustrativa agli esiti della consultazione promossa dal MEF (*ivi*, in particolare, alla p. 8 s.), da cui emerge che la dematerializzazione delle quote è percepita come un'opportunità per favorire l'accesso delle s.r.l. ai mercati dei capitali e per consentire la creazione di un mercato secondario delle quote.

valore e conferenti eguali diritti” (quote standardizzate)<sup>53</sup>.

Coerentemente, il nuovo comma 2-ter prevede, per le quote emesse in forma scritturale ai sensi del comma 2-bis, l’integrale applicazione della disciplina della gestione accentrata di cui alla sezione I del capo IV del titolo II- bis della parte III TUF.

Da ultimo, una novità riguarda anche la reintroduzione del libro soci, previsto dal nuovo comma 2-quater dell’art. 26, che deve essere tenuto aggiornato anche in presenza di quote dematerializzate dalle piccole medie imprese che decideranno di avvalersi della nuova disciplina, e relativamente alle quote emesse in forma diversa da quella scritturale.

Nel libro dei soci, per le quote emesse in forma diversa da quella scritturale, sarà necessario indicare i nomi dei soci, la partecipazione spettante a ciascuno, i versamenti fatti sulle partecipazioni ed eventuali variazioni nelle persone dei soci quanto alle quote emesse in forma scritturale, la società è invece tenuta ad aggiornare il libro dei soci conformemente a quanto previsto per le azioni dell’art. 83-undecies, comma 1, TUF.

Le risultanze del libro soci, secondo quanto prevede la novella, sono messe a disposizione dei soci, loro richiesta, anche su supporto informatico comunemente utilizzato.

Tale reintroduzione ha portato i primi interpreti e interrogarsi sulla portata di

---

<sup>53</sup> In senso conforme alla standardizzazione delle quote, Consiglio Nazionale del Notariato, Studio n. 42/2024/I, *La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3, L. 21/2024)*, in [www.consiglionotariledipalmi.it](http://www.consiglionotariledipalmi.it), 3, secondo cui “(...) il nuovo comma 2-bis sdogana definitivamente una formula partecipativa la cui legittimità l’antecedente co. 2 lasciava viceversa in dubbio. È noto infatti che, muovendo dal principio di unitarietà della quota di s.r.l., (...) veniva negata, almeno secondo un certo orientamento, la possibilità, per la PMI, di frazionare la categoria in quote standardizzate, aventi cioè, oltre che diritti qualitativamente omogenei, eguale dimensione e valore, e come tali destinate a rimanere tra loro distinte anche in capo ad un medesimo titolare. Quale che fosse la soluzione interpretativa preferibile in passato, la recente novella fuga il dubbio: la standardizzazione nelle s.r.l. PMI è legittima. La standardizzazione è inoltre presupposto necessario per la dematerializzabilità. Se si ammette che la società possa anche emettere quote speciali non standardizzate, che cioè l’atto costitutivo possa limitarsi a indicare l’entità complessiva del capitale rappresentato dalle partecipazioni di categoria, senza predefinire di queste il numero, un valore nominale unitario e per tutte invariabilmente identico, di queste partecipazioni non è possibile l’immissione nei sistemi di gestione accentrata”; sul punto si veda anche A. BUSANI, *Dematerializzazione con gestione accentrata possibile pure per le Pmi*, in *Sole 24 ore* del 28 marzo 2024, Norme e Tributi - Focus Legge Capitali per Pmi e società: le misure più importanti, p.5.

tale previsione in particolare, se l'iscrizione al libro soci sia o non sia condizione perché il trasferimento, attuato nella forma scritturale, acquista efficacia anche fuori dal sistema nei confronti della società e se, pertanto, l'esercizio dei diritti sociali presupponga o non presupponga tali iscrizione, onerando nel caso di il titolare della quota di dotarsi preventivamente presso il proprio intermediario di una certificazione funzionale a richiedere proprio l'aggiornamento del libro soci<sup>54</sup>.

Tuttavia, come è stato osservato, tale libro conserva una funzione principalmente informativa, non costituendo presupposto necessario per l'esercizio dei diritti di partecipazione.

Vi sono ragioni sia testuali che sistematiche che depongono in tal senso.

Le prime si rinvengono nello stesso comma *2-quater*, il quale non solo non contiene alcuna indicazione in merito alla rilevanza del libro soci, ma ne allinea le condizioni e modalità di aggiornamento alle regole vigenti per i titoli azionari, in base all'art. 2355 c.c., escludendo ad esempio che tale aggiornamento sia preliminare all'esercizio dei diritti partecipativi.

Sul piano sistematico, è significativo che l'obbligo di tenuta del libro sia previsto solo per le società che avviano il regime di dematerializzazione per una loro categoria di quote e destinate anche ad accogliere partecipazioni emesse non in forma scritturale, creando così una funzione principalmente informativa e non di legittimazione.

La decisione di dematerializzare le quote compete alla società e non al singolo socio, ed è stabilito che la dematerializzazione si impone a tutti coloro che sono titolari delle quote una volta che la società decida di avviare il regime di gestione accentrata.

Una ulteriore novità introdotta dall'art. 3 della legge e formulata al comma 2 del citato articolo, il quale integra il contenuto dell'art. 100-ter, disciplinante le offerte di crowdfunding per la sottoscrizione e per la successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di società responsabilità limitata.

---

<sup>54</sup> M. CIAN, *Le quote dematerializzate di s.r.l.*, in *Riv. Dir. Civ.*, n. 2, 2024, p. 291.

Si dispone, pertanto, che la disciplina in materia di sottoscrizione e successiva alienazione di quote rappresentative del capitale di società responsabilità limitata è da considerarsi alternativa anche al regime di circolazione in forma scritturale di cui al nuovo comma 2 *bis* dell'art. 26 del d.l. n. 179 del 2012, oltre che, naturalmente, a quanto stabilito dall'art. 2470, comma 2, c.c. e dall'art. 36, comma 1-*bis*, d. l. 25 giugno 2008, n. 112, convertito, con modificazioni, dalla L. 6 agosto 2008, n. 133.

Le quote immesse nel sistema di gestione accentrata saranno pertanto assoggettate al trattamento giuridico previsto per gli strumenti finanziari dematerializzati con riguardo al relativo regime di circolazione, nonché alla legittimazione all'esercizio dei diritti sociali.

Pertanto, le quote potranno esistere sotto forma di semplici registrazioni contabili – senza la necessità di emettere fisicamente titoli cartacei – dal momento che saranno rappresentate da semplici dati registrati, facilitando, in tal modo, il processo di gestione e trasferimento delle stesse<sup>55</sup>.

La circolazione dei titoli dematerializzati avviene, dunque, secondo la procedura prescritta dall'art. 83-*quater*, TUF, tramite intermediario e si realizza mediante una “operazione di giro”<sup>56</sup>.

In particolare, nell'art. 83-*quater*, comma 2, TUF si prevede che, a nome e su richiesta degli intermediari, i depositari centrali accendono per ogni intermediario

---

<sup>55</sup> La dematerializzazione rappresenta uno strumento di semplificazione e di riduzione di costi e oneri come chiarito nei lavori preparatori dei progetti di legge - Atto Camera 1515 - S.674 secondo cui “L'articolo 3 permette la dematerializzazione delle quote di PMI costituite in forma di società a responsabilità limitata e reca misure per disciplinarla. Specifica che si prevede così di semplificare le procedure nonché di ridurre i costi e gli oneri amministrativi legati all'emissione e al trasferimento delle quote in oggetto, in funzione di sviluppo del mercato dei capitali”

<sup>56</sup> Come si evince dall'art. 83-*quater* TUF e come nota A. BUSANI, *Contratti di trasferimento senza deposito e iscrizione nel Registro imprese*, in *Il Sole 24 ore* del 25 marzo 2024, Norme e tributi, p. 29: “La circolazione dei titoli dematerializzati avviene mediante una “operazione di giro” vale a dire una contemporanea e simmetrica scritturazione da effettuarsi: in addebito, presso l'intermediario ove il venditore ha istituito il dossier nel quale sono contabilizzate le quote di S.r.l. da cedere; e: in accredito, presso l'intermediario ove l'acquirente ha istituito il dossier nel quale le quote di S.r.l. oggetto di acquisto devono essere registrate. Questa operazione, che, a cura degli intermediari, viene segnalata al gestore centrale, permette (..) al titolare del dossier accreditato di conseguire piena legittimazione all'esercizio dei diritti sociali (ad esempio, il diritto di intervento in assemblea) e all'esercizio del diritto di cedere, a sua volta, la quota di partecipazione al capitale della S.r.l.-Pmi di sua proprietà”. In tal senso, anche Consiglio Nazionale del Notariato, Studio 42/2024/I, cit., 5.

conti destinati a registrare i movimenti degli strumenti finanziari disposti tramite lo stesso.

L'intermediario incaricato registra per ogni titolare di conto gli strumenti finanziari di sua pertinenza nonché il trasferimento disposto dal titolare o a carico del medesimo, in conti distinti e separati, sia tra loro, sia rispetto agli eventuali conti di pertinenza dell'intermediario stesso.

Effettuata la registrazione, il titolare del conto acquisisce la legittimazione "piena ed esclusiva"

all'esercizio dei diritti sociali relativi agli strumenti finanziari in esso registrati ai sensi dell'art. 83-*quinquies*, comma 1, TUF<sup>57</sup>; la stessa è attestata tramite l'esibizione di certificazioni o comunicazioni all'emittente rilasciate o effettuate dagli intermediari in conformità alle proprie scritture contabili, in favore del soggetto cui spetta il diritto (ai sensi dell'art.83-*quinquies*, comma 3, TUF) <sup>58</sup>.

6. È opportuno evidenziare inoltre l'introduzione di un regime sperimentale a livello europeo e nazionale per le infrastrutture di mercato basate su tecnologie a registri distribuiti (DLT), il quale consente alle s.r.l. di emettere titoli di debito in forma tokenizzata e di negoziarli attraverso tale tecnologia.

Questi sviluppi rappresentano un'importante opportunità per le s.r.l., poiché la dematerializzazione delle quote consente loro di accedere a mercati di negoziazione alternativi, come i mercati di crescita dedicati alle piccole e medie imprese.

---

<sup>57</sup> L'art. 83-*quinquies*, comma 1, TUF prevede infatti che "Effettuata la registrazione, il titolare del conto indicato nell'art. 83-*quater*, comma 3, ha la legittimazione piena ed esclusiva all'esercizio dei diritti relativi agli strumenti finanziari in esso registrati, secondo la disciplina propria di ciascuno di essi e le norme del presente titolo. Il titolare può disporre degli strumenti finanziari registrati nel conto in conformità con quanto previsto dalle norme vigenti in materia".

<sup>58</sup> Sul punto v. P. BENAZZO, *Voce Start up e P.M.I. Innovative*, cit., 484-485 secondo il quale: "Non vi è dubbio che, nella volontà di mimare il sistema di gestione accentrata e dematerializzata proprio del modello azionario, l'adattamento alle prescrizioni, in tema di procedure e iscrizione pubblicitarie proprie della s.r.l., non appare pienamente riuscito: è ciò che, ad esempio, si deve rilevare con riguardo all'annotazione della vicenda circolatoria delle quote nei registri dell'intermediario che, verosimilmente, dovrebbe godere del medesimo regime di circolazione protetta sancito negli artt. 83 *quinquies* ss., TUF, e dunque sostituire il deposito presso il registro delle imprese, ancorché non si possa fare a meno di notare come l'effetto protettivo del terzo acquirente in buona fede previsto dall'art. 2470, 3° co., c.c., sia fondato su un meccanismo di accessibilità da parte dei terzi che non ricorre nel caso delle annotazioni nei registri dell'intermediario".

Inoltre, la tokenizzazione dei titoli di debito offrirà alle s.r.l. la possibilità di utilizzare le infrastrutture di mercato DLT, facilitando così il collocamento e lo scambio di strumenti finanziari rappresentati in forma digitale<sup>59</sup>.

Tenendo in considerazione le significative trasformazioni che stanno interessando i mercati dei capitali a causa dell'evoluzione delle tecnologie digitali e dell'ampliamento delle categorie di strumenti finanziari negoziabili, appare necessario riformulare il concetto di “società aperte” in termini più ampi.

Infatti, questa categoria sembra necessitare di una ridefinizione per adattarsi adeguatamente alle diverse tipologie di emittenti, che si caratterizzano per la varietà dei mercati, i livelli di diffusione al pubblico e la liquidità degli strumenti finanziari.

Tuttavia, si deve rilevare che la mancanza di coordinamento nelle recenti iniziative normative, come sopra evidenziato, rischia di ampliare ulteriormente il divario esistente tra la realtà delle s.r.l. “aperte” e la disciplina ad esse applicabile.

In particolare, l'ampliamento della platea di s.r.l. autorizzate a offrire quote al pubblico, indipendentemente dalle dimensioni, non è supportato da soluzioni normative adeguate alle esigenze di una società caratterizzata da una base di investitori estesa<sup>60</sup>.

La carenza di una normativa adeguata riguardante la governance delle s.r.l. aperte al mercato è stata ampiamente riconosciuta.

---

<sup>59</sup> A dimostrazione di quanto sia divenuto inesorabile l'avvicinamento tra azioni e quote di s.r.l. (e, dunque, la mutazione di queste ultime in strumenti finanziari), si evidenzia la disciplina contenuta nel D.L. 17 marzo 2023, n. 25 in materia di emissione e circolazione di “determinati strumenti finanziari in forma digitale e di semplificazione della sperimentazione FinTech”. Come noto, il D.L. 25/2023 ha adeguato l'ordinamento italiano al Regolamento (UE) 858/2022 (il c.d. “DLT pilot regime”), introducendo le prime ed essenziali norme per consentire ai gestori delle sedi di negoziazione e delle infrastrutture di mercato (i.e., depositari centrali di titoli e controparti centrali) di convertire le tecnologie utilizzate nei mercati e nelle relative infrastrutture dirigersi verso sistemi e strutture basati – anche – sulla Distributed Ledger Technology. Il Regolamento “pilot regime” e il correlato D.L. 25/2023 hanno anche ampliato la nozione di “strumento finanziario” conosciuta dalla MiFID II e dal TUF: agli strumenti finanziari “tradizionali” vengono oggi equiparati anche gli strumenti “emessi mediante tecnologia a registro distribuito”. Cfr. F. SILLA, *Fintech platforms to the test of MiCAR regulation: evidence from the FTX case*, March 15, 2024. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=4848925> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4848925>.

<sup>60</sup> Cfr. E. PEDERZINI – G. GUIDOTTI, *La governance della società a responsabilità limitata*, Padova, Cedam, 2022.

Le recenti modifiche normative hanno affrontato solo parzialmente tale questione, rafforzando i controlli, ma trascurando l'accesso delle società al mercato<sup>61</sup>.

Per le s.r.l. che intendono accedere a mercati di negoziazione più strutturati, come i mercati di crescita, si renderà necessario un adeguamento della governance interna.

Gli emittenti saranno tenuti a rispettare specifici obblighi di governance come requisito di ammissione, il che comporterà inevitabilmente costi di adeguamento non trascurabili<sup>62</sup>.

Il percorso verso la standardizzazione delle quote non è privo di ostacoli e contraddizioni.

L'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, come ampiamente detto, unitamente alle modifiche introdotte dalla legge “capitali”, si applica esclusivamente alle s.r.l. di piccole e medie dimensioni, perpetuando così una disparità di trattamento rispetto alle s.r.l. di grandi dimensioni (distinzione introdotta con le modifiche apportate dal d.l. n. 50/2017 al d.l. n. 179/2012).

È importante sottolineare che tale disparità è ulteriormente evidenziata dal fatto che la discriminazione basata sulle dimensioni non è presente, si è detto, nell'art. 100-ter, comma 1, TUF, come modificato dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30.

Al contempo, l'estensione della disciplina DLT alle quote di s.r.l. è sancita dall'art. 28, comma 2, *lett. a-bis*, del decreto FinTech, senza alcun riferimento alla dimensione

---

<sup>61</sup> Come noto, le modifiche al diritto societario introdotte dal nuovo Codice della crisi d'impresa hanno reintrodotta per le s.r.l. alcuni strumenti di controllo, che si attivano al superamento di specifiche soglie dimensionali, indipendentemente dal fatto che la società faccia ricorso a mercato. Si vedano in proposito l'art. 2477, commi 2 e 5 c.c., come modificati dal d.lgs. n. 14/2019, e le considerazioni di N. ABRIANI, in *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e Codice della crisi: un rebus aperto?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transipico alla prova del Codice della crisi*, p. 867. D'altro canto, l'introduzione dell'obbligo di istituire assetti organizzativi adeguati alla dimensione e alla natura dell'attività (v. art. 2086 c.c., richiamato per le s.r.l. dall'art. 2475, comma 1, c.c.) apre la possibilità di conformare tali assetti in modo da tenere conto dell'apertura della società al mercato del capitale di rischio.

<sup>62</sup> Si veda, a tale riguardo, il regolamento Euronext Growth Milan del 2023, § 6.bis, che stabilisce tra le condizioni di ammissione al mercato l'obbligo per l'emittente di nominare almeno un amministratore indipendente (la cui indipendenza deve essere monitorata annualmente) e di designare un “soggetto professionalmente qualificato (investor relations manager) con l'incarico specifico (anche se non necessariamente esclusivo) di gestire i rapporti con gli investitori”

dell'impresa.

Nonostante questo disallineamento, le s.r.l. di grandi dimensioni possono comunque emettere quote di categoria con diritti limitati.

Numerosi indizi supportano questa interpretazione. La normativa del d.l. n. 179/2012, pur prevedendo espressamente la possibilità di emettere categorie di quote per le piccole e medie imprese, non specifica le conseguenze nel caso in cui una società perda lo status di piccola o media impresa, situazione che può verificarsi senza alcuna procedura formale o pubblicità.

L'art. 31, comma 4, del d.l. n. 179/2012, originariamente riferito alle sole start-up innovative, regola la cessazione dell'applicazione della disciplina speciale, chiarendo che le clausole dell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26 mantengono la loro efficacia per le quote già sottoscritte e per gli strumenti finanziari partecipativi già emessi.

Ciò implica che la presenza di categorie di quote, pur influenzando significativamente la struttura finanziaria della società, non è incompatibile con lo status di grande impresa<sup>63</sup>.

Peraltro, l'art. 31 del d.l. n. 179/2012 assume un significato diverso rispetto alla versione originale del decreto, a seguito dell'estensione delle regole dell'art. 26 a tutte le s.r.l. di piccole e medie dimensioni, non più limitatamente alle start-up innovative.

In passato, il contesto delle start-up innovative prevedeva che i soci con quote di categoria continuassero a esistere anche in una società che diventava ordinaria, mantenendo una dialettica tra il gruppo dirigente e gli investitori in un progetto credibile.

Questo approccio era riflesso nel regolamento Consob del 2013, in cui il trasferimento del controllo doveva essere previsto come causa di recesso o come

---

<sup>63</sup> Cfr. M. MALTONI, - A. RUOTOLO - D. BOGGIALI, *La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata*» Studio n. 101-2018/1 del Consiglio Nazionale del Notariato, in *Studi e Materiali*, n. 2, 2018, con riferimento agli “effetti permanenti” di alcune delle deroghe al diritto societario contenute nel d.l. n. 179/2012, per l’ipotesi in cui la s.r.l. abbia perduto i requisiti per la qualificazione come PMI di cui originariamente era in possesso.

evento per attivare una clausola di co-vendita, preservando un legame significativo tra i soci fondatori e gli investitori in equity crowdfunding.

Attualmente, la perdita dei requisiti riguarda esclusivamente l'aspetto dimensionale della s.r.l., senza la perdita di una specifica qualificazione, il che conferma la compatibilità delle grandi s.r.l. con quanto previsto per le piccole e medie imprese, sia in merito alle quote di categoria emesse quando erano considerate piccole o medie imprese, sia per l'emissione diretta di quote di categoria nelle grandi s.r.l.

Questa capacità risulta essenziale per sfruttare le operazioni consentite dall'art. 100-ter TUF e dal regolamento (UE) 2020/1503, che concerne le partecipazioni con caratteristiche di “valori mobiliari”, e per utilizzare la DLT per emettere quote come strumenti finanziari digitali, conformemente a quanto previsto dal decreto FinTech (art. 28, comma 2, lett. a-bis).

La serializzazione e la dematerializzazione delle quote offrono benefici specifici per l'offerta al pubblico e la circolazione nei mercati dei capitali<sup>64</sup>.

Pertanto, la normativa pertinente dovrebbe essere integrata nello statuto di una s.r.l. che desidera accedere ai mercati dei capitali.

## **Alma Agnese Rinaldi**

*Ricercatrice di Diritto commerciale e Professore a contratto  
nella Libera Università Maria Santissima Assunta - LUMSA*

---

<sup>64</sup> Cfr. M. ONZA – L. SALAMONE, *Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2009, 1, p. 580, secondo cui la “riconoscibilità del valore in una categoria” è una caratteristica essenziale della nozione di valore mobiliare, costituendo una sorta di “pre-condizione” per la sua negoziabilità nei mercati dei capitali. Secondo F. BRIZZI, *Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell’art. 100-ter*, op. cit. p. 921 ss., “alle s.r.l. aperte dovrebbe essere permessa la standardizzazione dell’intera struttura partecipativa, al fine di realizzare “una vera e propria s.r.l. per azioni”.

VARIETÀ

**RELAZIONE ALLA TAVOLA ROTONDA: VERSO L'OPEN FINANCE.  
PROFILI REGOLATORI E DI MERCATO, LUISS, 11 OTTOBRE 2024,  
AULA MAGNA, VIA PARENZO, 11\***

*(Presentation at the Round Table: Towards Open Finance. Regulatory and Market Perspectives, Luiss, October 11, 2024, Aula Magna, Via Parenzo 11)*

**ABSTRACT:** *Il paper si occupa di verificare l'adeguatezza del framework normativo europeo applicabile all'open finance, in particolare con riferimento ai rischi per i consumatori (inclusi i rischi tecnologici) che derivano dall'applicazione del paradigma Open alla finanza, nonché l'attitudine di tali interventi normativi ad affrontare efficacemente la sfida di regolare la finanza digitale. L'intenzione del legislatore è da un lato favorire lo sviluppo del mercato dei dati finanziari (e la loro valorizzazione, mediante la prestazione di servizi basati su di essi) e dall'altro, ricondurre tali fenomeni nell'alveo della regolazione, fornendo così una tutela efficace e in linea con i principi generali della regolazione finanziaria. L'Open Finance si colloca nel contesto della complessività operativa che negli anni recenti sta caratterizzando l'agere finanziario.*

*The paper addresses the adequacy of the European regulatory framework applicable to open finance, notably in relation to the risks for consumers (including the technological risks) arising from the application of the Open paradigm to finance, as well as the suitability of such regulatory interventions to effectively address the challenge of regulating digital finance. The legislator's aim is, on the one hand, to foster the development of the financial data market (and its valorisation, through the provision of services based on them) and, on the other, to bring these phenomena back into the*

---

\* Contributo approvato dai revisori.

*sphere of regulation, thus providing effective protection in line with the general principles of financial regulation. Open Finance is set in the context of the operational complexity that has been characterising the financial industry in recent years.*

Sono lieta che nell'ambito del Master in Diritto della Concorrenza e dell'Innovazione della mia università si svolga la presentazione del volume *Dall'Open Banking all'Open Finance*, curato dagli amici e colleghi prof. Valeria Falce e Umberto Morera.

E' una gradita occasione per affrontare un tema importante ma complesso, con molti profili che restano ancora eccessivamente opachi, che fa parte di un processo che ha visto la luce quasi un decennio fa con la PSD2 (la direttiva 2015/2366/UE sui pagamenti digitali) e che prosegue nel tentativo di dare impulso al mercato europeo dei dati.

Nella rinnovata attenzione prestata dal legislatore europeo a questi temi, ben emerge l'intenzione di definire regole certe, volte da un lato a favorire lo sviluppo del mercato dei dati finanziari (e la loro valorizzazione, mediante la prestazione di servizi basati su di essi) e dall'altro, ricondurre tali fenomeni nell'alveo della regolazione, fornendo così una tutela efficace e in linea con i principi generali della regolazione finanziaria.

Si colloca proprio in questo contesto il tema affrontato nel volume: verificare l'adeguatezza del *framework* normativo europeo nel prevenire in modo effettivo i rischi per i consumatori e i rischi tecnologici che derivano dall'applicazione del paradigma *Open* alla finanza, nonché l'attitudine di tali interventi normativi ad affrontare efficacemente la sfida di regolare la finanza digitale.

A ben considerare, può dirsi che l'*open finance* affonda le sue radici al momento del definitivo passaggio dall'*analogico* al *digitale*, allorchè è stata consentita agli operatori del mercato la capacità di un pieno e migliore impiego delle tecnologie digitali e la valorizzazione dei dati tratti da tali processi. Anche in questo ambito, non

possono sottacersi gli aspetti problematici che sorgono con l'affermazione dei processi informatici; mi riferisco, in primo luogo, alla complessa struttura dei meccanismi automatizzati, i quali determinano modalità differenziate di accesso al mercato. Ciò con la conseguenza di accentuare le disuguaglianze esistenti tra le varie figure che operano nel settore.

E' evidente come la crescente apertura a soggetti che operano al di fuori del tradizionale schema dell'attività riservata - al di là di considerazioni in ordine alla conformità di un *agere* siffatto al criterio della tutela del pubblico risparmio - può diventare presupposto di situazioni di squilibrio sul piano concorrenziale, oltre a causare un aggravio dei rischi di mercato.

Dunque, l'intervento del legislatore europeo si muove nella duplice direzione di garantire una piena concorrenza tra gli operatori del mercato dei dati finanziari – garantendo loro la possibilità di accedere a tali dati – e di dar attuazione al principio del *same risks, same rules*.

Venendo alle iniziative recentemente promosse in argomento, il 28 giugno 2023 la Commissione europea ha presentato un nuovo pacchetto di regole per disciplinare i servizi di pagamento e l'accesso ai dati dei clienti dei servizi finanziari, regole che si inquadrano perfettamente nell'ambito della strategia europea per la finanza Digitale, di creazione di uno spazio comune di dati finanziari.

L'obiettivo è quello di spingere il mercato verso una maggiore digitalizzazione, rafforzando la tutela dei consumatori e la concorrenza. E dunque come ha precisato nel volume Valeria Falce le regole si inquadrano perfettamente nell'ambito della strategia europea per la finanza Digitale, di creazione di uno spazio comune di dati finanziari.

Il pacchetto è composto da una direttiva (PSD3) e da un regolamento sui servizi di pagamento (PSR), che modificano le previsioni della PSD2. Nel pacchetto vi è anche la proposta per l'adozione di un regolamento volto a definire un quadro normativo

armonizzato in materia di accesso ai dati finanziari (c.d. “*Financial Data Access*” o “FIDA”) che stabilirà diritti e obblighi per la condivisione dei dati dei clienti nel settore finanziario (FIDA), anche diversi da quelli registrati nei conti di pagamento, che rimarranno invece disciplinati dal PSR. La proposta FIDA è certamente la più interessante: estende l’obbligo di fornire accesso ai dati finanziari al di là dei dati dei conti di pagamento affiancando all’Open Banking il nuovo regime dell’Open Finance, che si applicherà a una serie più ampia di attori del settore finanziario e che amplia la gamma di dati finanziari disponibili da condividere.

La proposta – oltre ai rilevanti aspetti di disciplina – interviene sui profili definitori. Come evidenziato nella introduzione del volume da Valeria Falce e Umberto Morera, attualmente open banking e open finance appaiono “scontare un difetto di definizione”, trattandosi di modelli di business emersi nella prassi ma regolati solo frammentariamente. Da questo punto di vista, la proposta di FIDA consentirebbe di mettere maggiore ordine, prevedendo una ampia nozione di dati finanziari, che permette così di delineare il perimetro (normativamente riconosciuto) delle modalità di circolazione ed erogazione di servizi rilevanti per l’open finance<sup>1</sup>.

Come accennato, alla base della disciplina dell’open finance di cui alla proposta FIDA – oltre alla volontà di “aprire” il mercato consentendo la più ampia circolazione dei dati tra data holders e data users – vi è l’esigenza che servizi che attualmente sfuggono alla regolazione finanziaria, vi siano inclusi.

Diversamente, vi è il rischio che mediante la disaggregazione delle catene del valore vi possa essere una efficace fuga dalla regolazione nonchè arbitraggi regolamentari.

Non è un tema nuovo.

Com’è noto, la direttiva europea PSD2 ha introdotto una nuova categoria di

---

<sup>1</sup> La proposta concorre, inoltre, alla creazione di un mercato “dell’open finance”, in cui è consentito anche agli operatori “Terze Parti” (TPP) l’accesso all’intera gamma di dati del cliente provenienti da svariate fonti e linee di prodotti finanziari come, ad esempio, mutui, crediti al consumo, investimenti, pensioni, assicurazioni, servizi di consulenza, ecc. (come ben precisato da Maddalena Rabitti e Stefano Firpo).

soggetti, TPP (Third Party Provider), autorizzati ad accedere ai dati bancari per fornire servizi finanziari e di pagamento, previo consenso del cliente. La PSD2 ha ricompreso nel proprio ambito applicativo i “servizi di pagamento” che consistono (di fatto) in servizi informatici: AISP e PISP.

Quale era la *ratio*? Esigenza di limitare rischi, anzitutto cyber, ed evitare che potessero entrare nella “catena dei pagamenti” soggetti del tutto privi di requisiti minimi.

Ne è conseguita l’applicazione di un regime autorizzatorio (licensing regime), con autorizzazione rilasciata dalle autorità nazionali, al pari degli altri prestatori di servizi di pagamento.

E, tuttavia, bisogna considerare che questi soggetti non sono – in senso proprio - prestatori di servizi di pagamento: la loro presenza nell’ambito della filiera dei pagamenti non vale a scongiurare il rischio che l’estensione di una disciplina pensata – nel suo nucleo essenziale – per l’applicazione a servizi diversi, ovvero a quelli genuinamente definibili di pagamento, nei fatti andare a possa introdurre, da un lato, vincoli poco coerenti con le attività che questi soggetti svolgono nella realtà e, dall’altro, omettere di considerare aspetti di specificità che andrebbero INVECE valorizzati in una regolazione *ad hoc*<sup>2</sup>. A ciò si aggiunga il rischio di disomogeneità delle prassi applicative delle autorità nazionali nella concessione delle licenze, il quale

---

<sup>2</sup> I complessi modelli di business che valorizzano i dati finanziari e la loro circolazione in *real time* pongono rilevanti sfide per il regolatore, che da una parte è chiamato a sostenere l’innovazione – consentendo forme di interazione agile tra gli operatori (anche i meno strutturati e “monoprodotto”) – ma al contempo deve garantire che ciò non faccia sorgere rischi, in grado di contagiare il sistema finanziario.

L’approccio regolatorio, dunque, deve essere finalizzato ad introdurre regole future-proof che siano in grado di contemperare tali (potenzialmente contrapposte) esigenze, perseguendo l’empowerment dell’utente, che dovrà essere in grado di comprendere quali usi vengano fatti dei propri dati, sì da permettere anche all’investitore svantaggiato di effettuare scelte consapevoli in modo da poterne trarre, egli stesso, benefici. Val la pena sottolineare altresì la necessità di considerare nuove forme o profili di vulnerabilità emergenti connesse allo sviluppo del mercato dei dati derivanti dalla scarsa conoscenza sia delle regole che governano il mercato finanziario sia dei concetti e meccanismi legati alla transizione digitale. Ciò è importante in quanto la condizione di fragilità dell’investitore non si limita esclusivamente a produrre un pericolo di trattamento discriminatorio della clientela, valore indubbiamente preminente sia dell’ordinamento nazionale che europeo ma rischia di compromettere anche il buon funzionamento del mercato finanziario medesimo.

aggiunge un ulteriore livello di complessità. Ma su questo tornerò brevemente tra poco.

*Risultati* 9 anni dopo l'approvazione di PSD2? Migliore livello di tutela rispetto a quanto avveniva prima della entrata in vigore della disciplina, ma comunque insufficiente.

Solo alcuni attori (e relativi servizi) del mondo "open" vi sono ricompresi. Difatti AISP e PISP non esauriscono il novero di soggetti tecnologici che erogano servizi utilizzando dati finanziari (le figure di AISP e PISP sono individuate solo con riferimento all'utilizzo dei dati relativi ai conti di pagamento).

*Proposta di FIDA:*

Come anticipato, tra gli elementi essenziali della proposta, va sicuramente evidenziato l'ampliamento del perimetro oggettivo (art. 2 FIDA) con riferimento a dati tratti da altre fonti (e.g., mutui, servizi d'investimento, prodotti assicurativi...)

L'introduzione della figura del *financial information service provider*, soggetto sottoposto a regime autorizzativo, che potrà sia agire come data user offrendo servizi di financial information, sia come data holder.

Dunque: nuove attività "puramente informatiche" aventi ad oggetto dati finanziari saranno attratte nella regolazione finanziaria.

*Un passo avanti?* Anche in questo caso, complici le riflessioni già operate in relazione all'estensione del perimetro delle licenze (del *licensing*) per AISP e PISP, questo non è necessariamente vero.

La domanda che emerge, di conseguenza, è: è sufficiente ampliare l'ambito applicativo dei soggetti e attività regolate (cercando, per quanto possibile, di introdurre regole adeguate alla specifica attività prestata) o occorre anche agire sulla vigilanza, con progressiva centralizzazione dei poteri, per poter garantire il tanto auspicato level playing field?

Con riferimento al primo aspetto: ampliare l'ambito applicativo soggettivo è, sì, apparentemente una soluzione che aumenta il livello di tutela perché riconduce

all'interno di un determinato plesso disciplinare ulteriori e nuovi soggetti (e, conseguentemente, nuove attività) che altrimenti ne sarebbero esclusi. Questo ha senso, però, sul presupposto che le regole previgenti siano effettivamente adatte alla disciplina di questi nuovi soggetti o attività, posto che altrimenti si rischierebbe paradossalmente di dare una legittimazione formale a questi ultimi, senza tuttavia fronteggiare effettivamente i rischi che queste pongono, anzi direi amplificando i rischi almeno quelli di cybercrime e utilizzo illecito di dati. Del pari, bisogna tenere presente anche che l'identificazione di regole estremamente stringenti per nuovi soggetti potrebbe avere un effetto deterrente nei confronti dell'innovazione. La superfetazione regolatoria blocca la concorrenza. È il consueto trade off tra due opzioni ugualmente valide ma tra loro contrastanti.<sup>3</sup>

Da ultimo: anche un'identificazione ad ampio spettro dei soggetti vigilati può rivelarsi inefficiente nel momento in cui le procedure delle autorità divergono nella prassi (un esempio può essere quello dell'approccio più o meno stringente nella valutazione circa la sussistenza dei requisiti ai fini del rilascio dell'autorizzazione ad operare ex PSD2): alcune indicazioni in merito ad una perdurante eterogeneità della valutazione delle Autorità Nazionali possono cogliersi dalle riflessioni operate dall'EBA in occasione della *peer review*, pubblicata nel gennaio 2023, sull'autorizzazione degli istituti di pagamento e degli istituti di moneta elettronica (IP e IMEL) ai sensi della PSD2<sup>4</sup>.

In particolare, l'EBA ha rilevato una maggiore trasparenza e coerenza delle informazioni richieste nel processo di autorizzazione ma ha anche

---

<sup>3</sup> Colangelo conclude così: gli obiettivi e le sfide dell'*Open Banking* suggeriscono, dunque, che “*one size does not fit all*”. Cioè, nel valutare interventi tesi a facilitare la condivisione dei dati nel settore bancario e finanziario, i *policy maker* dovrebbero adottare un approccio su misura, tenendo conto delle peculiarità del mercato geografico di riferimento e dei risultati maturati in altre esperienze, al fine di valutare attentamente vantaggi e svantaggi dei regimi *market-led* e di quelli *regulatory-led*, coerentemente con la logica di “mercato rilevante” tipica dello scrutinio concorrenziale, pur da reinterpretarsi nel contesto del mercato digitale.

<sup>4</sup> <https://www.eba.europa.eu/publications-and-media/press-releases/eba-publishes-peer-review-authorisation-under-payment>

individuato divergenze significative nella valutazione delle autorità competenti e nelle modalità di esame delle domande di IP e IMEL: ha individuato pratiche divergenti in relazione alla valutazione dei piani aziendali, degli accordi di governance dei richiedenti e dei meccanismi di controllo interno; ha inoltre evidenziato differenze nel rispetto, da parte dei richiedenti, dei requisiti della PSD2 in materia di “*local substance*”, ossia la necessità che gli istituti di pagamento abbiano la loro sede centrale nello Stato membro in cui richiedono l’autorizzazione e che svolgano parte delle loro attività in tale Stato.

Forse, a ben vedere e alla luce dei rilievi operati, il problema potrebbe essere non tanto relativo ai caratteri dei singoli operatori nell’*open finance* quanto, piuttosto, nell’approccio generale tenuto in sede regolatoria. Da più parti è stata, infatti, evidenziata l’opportunità di limitare (in particolare nei settori a rapido sviluppo tecnologico) la normazione di primo livello a principi generali, “*poche regole di condotta certe*”, e consentire poi al mercato di individuare, all’interno del perimetro regolatorio così definito, le regole del gioco, mediante *best practices* che poi diventano standard, con strumenti di coregolazione (Linee guida elaborate da imprese, stakeholder, autorità, per esempio). E’ questa una soluzione che permette, infatti, di scongiurare i problemi – già ricordati – di identificazione dei soggetti da regolare e dei comportamenti esigibili; tale identificazione peraltro è un’attività tanto più complessa quanto più il legislatore si caratterizza nei termini di *information taker* (acquirente di informazioni) e che, nel caso in cui non siano adeguatamente intese (in presenza di una ridotta capacità di comprendere) le specificità del mercato oggetto di intervento (e dei ruoli rivestiti dai diversi attori che *ivi* operano) rischia di tradursi in fenomeni di ipertrofia normativa destinati a rivelarsi, nel migliore dei casi, poco utili, e nel peggiore, controproducenti<sup>5</sup>.

---

<sup>5</sup> Il sistema di regole articolato e multilivello (definito a geometria variabile) appare poco idoneo a gestire la complessità; è richiesto uno sforzo di coordinamento significativo, con un ampio margine di incertezza sulla corretta applicazione delle regole che mette in gioco il principio di certezza del diritto e rischia di pregiudicare proprio l’obiettivo da salvaguardare: la fiducia del mercato e l’interesse ad investire in Europa.

Concludo. La Open Finance si colloca nel contesto della complessività operativa che negli anni recenti sta caratterizzando l'agere finanziario. Essa costituisce una (nuova) sfida per gli appartenenti al settore i quali di certo potranno perseguire opportune linee di crescita sempre che la loro azione sia riconducibile ai criteri ordinatori fissati dal nostro legislatore e al più generale rispetto dell'art.41 Cost.

**Mirella Pellegrini**

*Ordinario di Diritto dell'economia  
nell'Università Luiss Guido Carli di Roma*

## PARTE SECONDA

### NOTE ED OSSERVAZIONI A SENTENZA

**CORTE SUPREMA DI CASSAZIONE CIVILE**

**SEZIONE SECONDA**

**Presidente: FALASCHI MILENA**

**Relatore: SCARPA ANTONIO**

**Data pubblicazione: 31/07/2024**

**ORDINANZA**

sul ricorso iscritto al n. 26745/2018 R.G. proposto da:

CALAI FRANCESCO, elettivamente domiciliato in ROMA VIALE GIUSEPPE MAZZINI 131, presso lo studio dell'avvocato FRANCESCHI FRANCESCO, rappresentato e difeso dall'avvocato RICCI MASSIMILIANO;

-ricorrente-

contro

BANCA D'ITALIA, elettivamente domiciliata in ROMA VIA NAZIONALE, 91, rappresentata e difesa dagli avvocati IPPOLITO RUGGERO, NAPOLETANO GIUSEPPE GIOVANNI;

-controricorrente-

avverso il DECRETO della CORTE D'APPELLO di ROMA n. 2477/2018 depositato il 19/02/2018.

Udita la relazione svolta nella camera di consiglio del 21/05/2024 dal Consigliere ANTONIO SCARPA.

## FATTI DI CAUSA E RAGIONI DELLA DECISIONE

1. Francesco Calai ha proposto ricorso articolato in quattro motivi avverso il decreto della Corte d'appello di Roma del 19 febbraio 2018, che ha rigettato l'opposizione proposta alla delibera del Direttorio della Banca d'Italia del 12 agosto 2014. Con detto provvedimento, all'esito di procedimento sanzionatorio ex art. 145 TUB, era stata irrogata al Calai, ex componente dal 2000 al 2012 del consiglio di amministrazione della s.p.a. Banca Marche, la sanzione amministrativa di € 256.000,00, per quattordici addebiti relativi alla violazione degli artt. 53, 67 e 144 TUB e della normativa secondaria emanata dalla Banca d'Italia, per inosservanza delle disposizioni sulla *governance*, carenze nell'organizzazione e nei controlli interni e carenze nella gestione e nel controllo del credito.

La Banca d'Italia ha resistito con controricorso.

2. La trattazione del ricorso è stata fissata in camera di consiglio, a norma degli artt. 375, comma 2, 4-quater, e 380 bis.1 c.p.c.

2.1. L'avvocato Massimiliano Ricci ha depositato in data 20 maggio 2024 "note di udienza", recanti la dichiarazione della morte di Francesco Calai, avvenuta in data 16 novembre 2018 (dunque all'incirca due mesi dopo la notificazione del ricorso per cassazione), ed altresì accompagnate dal deposito del certificato di morte del Calai (rilasciato dal Comune di Jesi in data 19 novembre 2018) e da dichiarazione di rinuncia all'eredità del 15 febbraio 2019.

La "note di udienza" del 20 maggio 2024 sono volte a conseguire la declaratoria di cessazione della materia del contendere per la morte dell'autore delle violazioni oggetto della delibera sanzionatoria.

Sia le "note di udienza", sia le contestuali produzioni documentali sono inammissibili, perché inosservanti i termini di dieci giorni ex art. 380-bis.1, comma 1, c.p.c. e di quindici giorni ex art. 372, comma 2, c.p.c. prima dell'adunanza, stabiliti, rispettivamente, per il deposito della memoria e dei documenti relativi all'ammissibilità del ricorso (tra le tante, Cass. n. 1854 del

2000; n. 22199 del 2010; n. 6737 del 2016), senza che neppure sul punto sia stato garantito il contraddittorio (cfr. Cass. n. 26619 del 2023).

3. Il primo motivo del ricorso di Francesco Calai denuncia la violazione e falsa applicazione dell'art. 132, comma 2, n. 4, c.p.c., la motivazione apparente del decreto impugnato e la genericità ed indeterminatezza delle contestazioni, per assenza di qualsivoglia riferimento temporale delle condotte addebitate.

Il secondo motivo del ricorso di Francesco Calai denuncia la violazione e falsa applicazione degli artt. 3 e 11 della legge n. 689 del 1981, essendo sproporzionata ed inadeguata la misura della sanzione applicata. In subordine, lo stesso motivo denuncia la violazione e falsa applicazione dell'art. 132, comma 2, n. 4, c.p.c., per l'assenza o l'apparenza della motivazione sulla misura della sanzione applicata e sulla responsabilità del ricorrente, amministratore privo di deleghe.

Il terzo motivo del ricorso di Francesco Calai denuncia l'omesso esame circa il fatto storico decisivo della mancata conoscibilità della seconda parte dei verbali ispettivi. Il motivo fa poi riferimento anche al decreto di archiviazione del parallelo procedimento penale, egualmente non adeguatamente non considerato dalla Corte d'appello, prospettando la sussistenza di una ipotesi di *ne bis in idem*. Si ribadisce il dato che il Calai non era destinatario di specifiche deleghe in materia di concessione del credito.

Il quarto motivo del ricorso di Francesco Calai denuncia la violazione e falsa applicazione dell'art. 6 CEDU.

2.1. I quattro motivi di ricorso, da esaminare congiuntamente, si risolvono in unica critica generica della sentenza impugnata, formulata sotto una molteplicità di profili, e sono infondati.

2.2. Il provvedimento impugnato contiene le argomentazioni rilevanti per individuare e comprendere le ragioni, in fatto e in diritto, della decisione, e la motivazione in esso contenuta non è perciò affatto "apparente", consentendo un «effettivo controllo sull'esattezza e sulla logicità del ragionamento del giudice» (cfr. Cass. Sezioni Unite n. 8053 del 2014; n. 22232 del 2016; n. 2767 del 2023).

2.3. E' da premettere che il giudizio di opposizione a sanzioni amministrative irrogate dalla Banca d'Italia non configura un'impugnazione dell'atto, ed introduce, piuttosto, un ordinario giudizio sul fondamento della pretesa dell'autorità amministrativa, devolvendo comunque al giudice adito la piena cognizione circa la legittimità e la fondatezza della stessa, con l'ulteriore conseguenza che il giudice ha il potere - dovere di esaminare l'intero rapporto, con cognizione non limitata alla verifica della legittimità formale del provvedimento, ma estesa - nell'ambito delle deduzioni delle parti - all'esame completo nel merito della fondatezza dell'ingiunzione, ivi compresa la determinazione dell'entità della sanzione, sulla base di un apprezzamento discrezionale, insindacabile, pertanto, in sede di legittimità se congruamente motivato e immune da errori logici o giuridici. In particolare, in tema di sanzioni amministrative pecuniarie, quali appunto quelle per violazione della legge bancaria, ove la norma indichi un minimo e un massimo della sanzione, spetta al potere discrezionale del giudice determinarne l'entità entro tali limiti, senza esser tenuto nemmeno a specificare in sentenza i criteri adottati nel procedere a detta determinazione (Cass. n. 2406 del 2016, n. 9126 del 2017). La statuizione del giudice dell'opposizione sulla misura della sanzione pecuniaria è, quindi, denunciabile per cassazione ove siano stati superati i limiti edittali della sanzione, oppure emerga dal provvedimento che non si sia tenuto conto dei parametri previsti dall'art. 11 della l. n. 689 del 1981, quali la gravità della violazione, la personalità dell'agente e le sue condizioni economiche. Il giudice dell'opposizione è perciò chiamato a determinare la sanzione entro i limiti edittali previsti, allo scopo di commisurarla all'effettiva gravità del fatto concreto, desumendola globalmente dai suoi elementi oggettivi e soggettivi, senza che sia tenuto a specificare i criteri seguiti, dovendosi escludere che la sua statuizione sia censurabile in sede di legittimità ove quei limiti siano stati rispettati e dalla motivazione emerga come, nella determinazione, si sia tenuto conto dei parametri previsti dall'art. 11 della l. n. 689 del 1981.

Ciò è quanto avvenuto nelle pagine 10 e seguenti della decisione impugnata, ove si legge, tra l'altro: delle negligenze e dell'imperizia imputabili al Calai; delle anomalie

emerse sino all'inizio del 2012 e avvertite nella nota della Banca d'Italia dell'11 gennaio 2012, quando il ricorrente era in carica; della mancata prova di un dissenso da parte dello stesso alle scelte gestionali; dell'elevatissimo grado di colpa del Calai; del pratico esautoramento delle funzioni del consiglio di amministrazione in favore del Direttore generale; dello scarso rilievo del documento prodotto per dimostrare le precarie condizioni economiche del ricorrente.

2.4. Peraltro, l'art. 360, primo comma, n. 5, c.p.c. concerne il vizio specifico, denunciabile per cassazione, relativo all'omesso esame di un fatto storico, principale o secondario, la cui esistenza risulti dal testo della sentenza o dagli atti processuali, che abbia costituito oggetto di discussione tra le parti e abbia carattere decisivo (vale a dire che, se esaminato, avrebbe determinato un esito diverso della controversia). Non risultano allora indicati, nel rispetto della previsione dell'art. 366, primo comma, n. 6, c.p.c., "fatti storici", il cui esame sia stato omesso, fermo restando che l'omesso esame di elementi istruttori non integra, di per sé, il vizio di omesso esame di un fatto decisivo qualora il fatto storico, rilevante in causa, sia stato comunque preso in considerazione dal giudice, ancorché la sentenza non abbia dato conto di tutte le risultanze probatorie.

2.5. Sono comunque prive di decisività le censure sull'omesso esame della vicenda dell'accesso alla seconda parte dei verbali ispettivi e del decreto di archiviazione del parallelo procedimento penale.

Le sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Banca d'Italia ai sensi degli artt. 144 e ss. del d.lgs. n. 385 del 1993 (nella formulazione anteriore alle modifiche di cui al d.lgs. n. 72 del 2015) nei confronti di soggetti che svolgono funzioni di direzione, amministrazione o controllo di istituti bancari, non sono equiparabili, quanto a gravosità economica ed incidenza sui diritti e libertà fondamentali, avuto riguardo alle concrete estrinsecazioni professionali, imprenditoriali e manageriali della persona, a quelle previste dall'art. 187-ter T.U.F., per manipolazione del mercato, sicché esse non hanno natura sostanzialmente penale e non pongono, quindi, un problema di

compatibilità con le garanzie riservate ai processi penali dall'art. 6 CEDU, sia quanto al contraddittorio nella fase procedimentale (comunque pienamente garantito nel successivo pieno sindacato giurisdizionale), sia quanto alla violazione del "*ne bis in idem*" tra sanzione penale ed amministrativa comminata sui medesimi fatti (ove pure il principio del *ne bis in idem* si intendesse operante nel senso che una persona venga considerata come definitivamente assolta in conseguenza di un provvedimento di archiviazione nel giudizio penale) (arg. da Cass. n. 16517 del 2020; Cass. n. 24850 del 2019; Cass. n. 3656 del 2016).

2.6. Per il resto, la Corte d'appello di Roma ha deciso la questione di diritto in senso conforme al consolidato orientamento di questa Corte in tema proprio di sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 144 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, per carenze nell'organizzazione e nei controlli interni. Tale orientamento precisa che, ai fini del contenimento del rischio creditizio nelle sue diverse configurazioni, nonché dell'organizzazione societaria e dei controlli interni, l'art. 53, lett. b) e d), del d.lgs. n. 385 del 1993 e le disposizioni attuative dettate con le Istruzioni di vigilanza per le banche, mediante la circolare n. 229 del 1999 (e successive modificazioni e integrazioni), sanciscono doveri di particolare pregnanza in capo al consiglio di amministrazione delle società bancarie, che riguardano l'intero organo collegiale e, dunque, anche i consiglieri non esecutivi, i quali sono tenuti ad agire in modo informato e, in ragione dei loro requisiti di professionalità, ad ostacolare l'evento dannoso, sicché rispondono del mancato utile attivarsi. Ne consegue, inoltre, che in caso di irrogazione di sanzioni amministrative, la Banca d'Italia, anche in virtù della presunzione di colpa vigente in materia, ha unicamente l'onere di dimostrare l'esistenza dei segnali di allarme che avrebbero dovuto indurre gli amministratori non esecutivi, rimasti inerti, ad esigere un supplemento di informazioni o ad attivarsi in altro modo, mentre spetta a questi ultimi provare di avere tenuto la condotta attiva dovuta o, comunque, mirante a scongiurare il danno (Cass. n. 22848 del 2015; Cass. n. 19556 del 2020). Il dovere di

agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dagli artt. 2381, commi 3 e 6, e 2392 c.c., non va, del resto, rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del *business* bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi, non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche ai fini dell'esercizio dei poteri, spettanti al consiglio di amministrazione, di direttiva o avocazione concernenti operazioni rientranti nella delega.

Questa interpretazione non vale ad accollare una responsabilità oggettiva agli amministratori non esecutivi, essendo gli stessi perseguibili ove ricorrano comunque sia la condotta d'inerzia, sia il fatto pregiudizievole antidoveroso, sia il nesso causale tra i medesimi, sia, appunto, la colpa, consistente nel non aver rilevato colposamente i segnali dell'altrui illecita gestione, pur percepibili con la diligenza della carica (anche indipendentemente dalle informazioni doverose ex art. 2381 c.c.), e nel non essersi utilmente attivati al fine di evitare l'evento. Sotto il profilo probatorio, ciò comporta che spetta al soggetto il quale afferma la responsabilità allegare e provare, a fronte dell'inerzia dei consiglieri non delegati, l'esistenza di segnali d'allarme (anche impliciti nelle anomale condotte gestorie) che avrebbero dovuto indurli ad esigere un supplemento di informazioni o ad attivarsi in altro modo (con la richiesta di convocazione del consiglio di amministrazione rivolta al presidente, il sollecito alla revoca della deliberazione illegittima od all'avocazione dei poteri, l'invio di richieste per iscritto all'organo delegato di desistere dall'attività dannosa, l'impugnazione delle deliberazioni ex art. 2391 c.c., la segnalazione al p.m. o all'autorità di vigilanza, e così via); assolto tale onere, è, per contro, onere degli amministratori provare di avere tenuto la condotta attiva dovuta o la causa esterna, che abbia reso non percepibili

quei segnali o impossibile qualsiasi condotta attiva mirante a scongiurare il danno. A ciò si aggiunga come, in materia di sanzioni amministrative, quali appunto quelle previste dall'art. 144 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, nei confronti dei soggetti che svolgono funzioni di amministrazione, di direzione o di controllo di istituti bancari, il legislatore individua una serie di fattispecie, destinate a salvaguardare procedure e funzioni ed incentrate sulla mera condotta, secondo un criterio di agire o di omettere doveroso, e così ricollega il giudizio di colpevolezza a parametri normativi estranei al dato puramente psicologico, limitando l'indagine sull'elemento oggettivo dell'illecito all'accertamento della "suità" del comportamento inosservante, con la conseguenza che, una volta integrata e provata dall'autorità amministrativa la fattispecie tipica dell'illecito, grava sul trasgressore, in virtù della presunzione di colpa posta dall'art. 3 della legge 24 novembre 1981, n. 689, l'onere di provare di aver agito in assenza di colpevolezza.

Per quanto specificamente attiene ai consiglieri non esecutivi di società bancaria, l'art. 53, lett. b e lett. d, del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, prevede che la Banca d'Italia emani disposizioni di carattere generale aventi ad oggetto, tra l'altro, il contenimento del rischio nelle sue diverse configurazioni e il governo societario, l'organizzazione amministrativa e contabile, nonché i controlli interni e i sistemi di remunerazione e di incentivazione. Le disposizioni attuative sono state quindi dettate con le Istruzioni di vigilanza per le banche, mediante la circolare 21 aprile 1999 n. 229, e le successive modificazioni ed integrazioni, le quali sanciscono doveri di particolare pregnanza in capo all'intero consiglio di amministrazione di azienda bancaria (e quindi anche dei consiglieri non esecutivi), che si incentrano, per l'intero organo collegiale, proprio in quel compito di monitoraggio e valutazione della struttura operativa.

In tal senso sono conformi a diritto le considerazioni, già richiamate, svolte nelle pagine 10 e seguenti della decisione impugnata.

3. Il ricorso va perciò rigettato.

Segue la condanna del ricorrente a rimborsare alla controricorrente le

spese del giudizio di cassazione nell'importo liquidato in dispositivo.

Sussistono i presupposti processuali per il versamento – ai sensi dell'art. 13, comma 1-quater, del D.P.R. 30 maggio 2002, n. 115 -, da parte del ricorrente, di un ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello previsto per l'impugnazione, se dovuto.

**P. Q. M.**

La Corte rigetta il ricorso e condanna il ricorrente a rimborsare alla controricorrente le spese sostenute nel giudizio di cassazione, che liquida in complessivi € 6.000,00, di cui € 200,00 per esborsi, oltre a spese generali e ad accessori di legge.

Ai sensi dell'art. 13, comma 1-quater del D.P.R. 115 del 2002, dà atto della sussistenza dei presupposti processuali per il versamento, da parte del ricorrente, di un ulteriore importo a titolo di contributo unificato pari a quello previsto per il ricorso, a norma del comma 1- bis dello stesso articolo 13, se dovuto.

Così deciso in Roma, nella camera di consiglio della 2 Sezione civile

**LA «CONOSCENZA DEL BUSINESS BANCARIO» NELLA RECENTE  
GIURISPRUDENZA DI LEGITTIMITÀ IN MATERIA DI SANZIONI  
AMMINISTRATIVE BANCARIE\***

*(«Knowledge of the Banking Business» in Recent Supreme Court Case  
Law on Administrative Banking Sanctions)*

**SOMMARIO:** 1. La formula della «conoscenza del business bancario» nella giurisprudenza di legittimità in materia di sanzioni bancarie. - 2. La posizione della Cassazione sull'applicabilità nell'art. 2381 c.c. alle società di diritto comune. - 3. Critica al postulato per cui, nel caso delle banche, l'informazione dei consiglieri non esecutivi non andrebbe rimessa alle informazioni ricevute dagli organi delegati in conseguenza della doverosa conoscenza del business bancario. - 4. Perplexità sulle modalità di attivazione per i singoli consiglieri non esecutivi prefigurate dalla Cassazione e sulle loro finalità

1. Tra i diversi passaggi della sentenza in commento ve n'è uno – svolto con riguardo al secondo motivo di ricorso (par. 2.6 della decisione) – relativo ad una delle questioni giuridiche implicate nell'ascrizione di responsabilità amministrativa agli amministratori di banca e, in particolare, quelli privi di delega, i quali hanno ricevuto sanzioni con l'addebito di inadeguato esercizio dei loro poteri ed hanno poi impugnato i provvedimenti sanzionatori<sup>1</sup>.

---

\* Contributo approvato dai revisori.

<sup>1</sup> In generale, sulle peculiarità del giudizio di opposizione, *ex multis* v. E. BINDI, *Il giudizio di opposizione alle sanzioni di Banca d'Italia e Consob: un'anomalia del sistema italiano*, in *Riv. Regolazione dei mercati*, 2020, fasc. 2, pp. 280 ss.; N. VETTORI, *Diritti fondamentali dell'incolpato e tutela giurisdizionale nei confronti delle sanzioni di Consob e di Banca d'Italia*, *ivi*, 2022, fasc. 2, pp. 568.

Con specifico riguardo ai profili che qui interessano, correlati ai presupposti sostanziali per l'ascrizione delle sanzioni e ai rapporti tra disciplina di settore e disciplina civilistica la giur. sugli esponenti di società bancarie e finanziarie vedi, *ex multis*, M. BAZZANI, *Profili di responsabilità amministrativa dei consiglieri di amministrazione non esecutivi di banche: doveri di vigilanza e di intervento e prova dell'immunità da colpa dei singoli consiglieri*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, II, fasc. 2, pp. 324 ss. (nota ad App. Roma, 25 gennaio 2007); L. NAZZICONE, *Responsabilità «da omesso controllo» degli amministratori non esecutivi di società azionaria*, in *Foro it.*, 2011, I, pp. 1700 ss. (in commento a Cass. 11 novembre 2010, n. 22911 e Cass. 27 aprile 2011, n. 9384, rese entrambe in materia di assicurazione,

Anzitutto, va rilevato come sia lo stesso giudicante a dare conto dell'esistenza di un «consolidato orientamento di questa Corte in tema proprio di sanzioni amministrative pecuniarie irrogate dalla Banca d'Italia ai sensi dell'art. 144 del d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385, per carenze nell'organizzazione e nei controlli interni». Ciò, quindi, denota come la Corte sia ben consapevole del preciso filone – peraltro copiosissimo – da essa alimentato nello specifico ambito indicato, dove la comminazione delle sanzioni amministrative pecuniarie previste dalla disciplina di settore (bancario, ma lo stesso vale anche per quello dell'intermediazione mobiliare) “passa” per l'applicazione delle regole civilistiche in tema di responsabilità degli amministratori di società azionaria. Il punto che si intende evidenziare riguarda alcune delle argomentazioni utilizzate in modo diffuso dai giudici di legittimità – con qualche variante che non modificato chi esiti<sup>2</sup> – per fondare una supposta specialità della posizione dei membri degli organi amministrativi non esecutivi di banche e intermediari del settore finanziario. onde verificare se le discipline di questi particolari settori e segnatamente di quello bancario consentano o meno un trattamento degli amministratori differenziato rispetto a quello prescritto dal diritto comune che – come si vedrà – gli stessi giudici mostrano di riservare loro<sup>3</sup>.

---

per esercizio di ramo assicurativo senza autorizzazione, e in applicazione dell'art. 2392 c.c. vecchio stile); A. PORTOLANO – A. BUSANI, *Doveri e responsabilità degli amministratori non esecutivi di una banca*, in *Società*, 2015, fasc. 6, pp. 774 ss.; A. MINTO, *La speciale natura dell'incarico amministrativo in banca tra limitazioni alla discrezionalità amministrativa e vincoli all'agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, 2015, II, pp. 27 ss.; F. RIGANTI, *Cassazione civile e amministratori non esecutivi di banca: una questione di «sistema»?*, in *Giur. comm.*, 2017, n. 3, parte II, p. 549 ss. (nota a Cass. civ., sez. I, sent. 9 novembre 2015, n. 22848); O. CAGNASSO – F. RIGANTI, *L'obbligo di agire in modo informato a carico degli amministratori deleganti*, in *Giur. it.*, 2017, fasc. 2, pp. 386 ss.; M. HOUBEN, *Il dovere di agire in modo informato degli amministratori non esecutivi delle banche*, in *Banca impresa soc.*, 2018, fasc. 2, pp. 263 ss., a pp. 269 ss.; M. DE POLI, *De iure belli, ovvero, dell'obbligo di agire informato degli amministratori non esecutivi di banca*, in *Società*, 2019, fasc. 2, pp. 188 ss.; V. FERRETTI, *Note in tema di responsabilità degli amministratori non esecutivi delle banche*, in *Giur. comm.*, 2020, II, fasc. 1, pp. 90 ss. (in nota a Cass., 16 luglio 2018, n. 18846); M.L. PASSADOR, *Gli amministratori non esecutivi di società bancarie nella giurisprudenza*, in *Giur. it.*, 2020, pp. 867 ss. (in nota a Cass. 4 ottobre 2019, n. 24851).

<sup>2</sup> Sia consentito rinviare a G. DESIDERIO, *Poteri individuali degli amministratori non esecutivi di società per azioni di diritto comune, bancarie e finanziarie (a sistema tradizionale)*, Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, pp. 151 ss., per un esame dei diversi filoni che si sono registrati nella giurisprudenza di legittimità.

<sup>3</sup>Cfr. [P. MONTALENTI -] F. RIGANTI, *Rassegna di giurisprudenza. La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in *Giur. comm.*, 2017, II, pp. 784 ss.

2. Per evidenziare i termini del confronto giova dunque prendere le mosse dalla breve ricognizione degli assunti espressi dalla giurisprudenza formatasi sul diritto comune societario.

Gli stessi giudici di legittimità, con riguardo a società azionarie di diritto comune, si sono orientati nel senso di ritenere che la riforma del diritto societario del 2003 abbia eliminato l'obbligo degli amministratori di vigilare sul generale andamento della gestione. Con riguardo al dovere di agire informato degli amministratori privi di deleghe, la Cassazione, in quello che può definirsi il *leading case*, è pervenuta alla conclusione per cui «occorre che la semplice facoltà di “chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società” sia innescata, così da trasformarsi in un obbligo positivo di condotta, da elementi tali da porre sull'avviso gli amministratori alla stregua della “diligenza richiesta dalla natura dell'incarico e dalle loro specifiche competenze”: altrimenti si ricadrebbe nella configurazione di un generale obbligo di vigilanza che la riforma ha invece volutamente eliminato»<sup>4</sup>.

Viene così definita la condizione di esigibilità del comportamento consistente nella richiesta di informazioni, con la precisazione che il relativo obbligo deve essere adempiuto secondo i meccanismi di informativa endo-consiliare definiti dall'art. 2381

---

<sup>4</sup> Così Cass., 31 agosto 2016, n. 17441, in *Giur. it.*, 2017, fasc. 2, p. 386 (con nota di O. CAGNASSO – F. RIGANTI, *L'obbligo di agire in modo informato a carico degli amministratori deleganti*), con il passo virgolettato tratto da p. 388 (la sentenza si legge anche in *Società*, 2017, fasc. 2, p. 218, con nota di S. SERAFINI, *Responsabilità degli amministratori non operativi dal dovere di vigilanza al dovere di informarsi solo in presenza di segnali di allarme*; in *Giur. comm.*, 2017, II, p. 835, con nota di P. PIAZZA, *La Cassazione torna sulla responsabilità degli amministratori senza deleghe: problemi risolti e questioni ancora aperte*; in *RDS*, 2016, II, p. 860, con nota di Al. DI MAJO, *Amministratori privi di deleghe e l'obbligo di agire informati*; in *Not.*, 2016, p. 202, con nota di E. BRIGANTI, *Responsabilità degli amministratori*; in *Riv. dir. impresa*, 2018, fasc. 2, pp. 439 ss. con nota di A. MOSCARIELLO, *Il dovere di agire informati degli amministratori non esecutivi in rapporto alla crisi d'impresa*). Per un analogo approccio si veda anche Cass., 7 dicembre 2016, n. 25085, in *Giur. it.*, 2017, fasc. 4, p. 886, che, nel ritenere che le regole in materia delega di poteri gestori o dettate per le società azionarie siano estensibili per analogia alle società a responsabilità limitata, osserva, con riguardo all'art. 2381 c.c. che «se la norma puntualizza, al comma 4, che l'organo collegiale delegante conserva i poteri di avocazione di singole operazioni e di direzione, è pur vero che i poteri di "valutazione" dell'attività di gestione rimangono sempre subordinati alle informazioni che gli verranno trasmesse dal delegato» (*ivi*, p. 887).

c.c. Il punto focale, quindi, diventa l'individuazione della percepibilità in punto di fatto del segnale di allarme, rispetto alla quale è la giurisprudenza di merito ad esser chiamata ad elaborare orientamenti circa criteri e casistiche, che al momento non possono dirsi ancora compiutamente delineati<sup>5</sup>. Si allinea perfettamente con quanto precede la presupposta consapevolezza circa l'insussistenza di poteri istruttori individuali degli amministratori non esecutivi<sup>6</sup>.

La sentenza in commento, in sostanziale continuità con l'orientamento cui si richiama, affronta il tema civilistico della responsabilità e dei poteri degli amministratori privi di deleghe, in certo modo ibridandolo in conseguenza dello specifico contesto normativo, quello appunto sanzionatorio di settore (per le banche artt. 144 ss. TUB e per gli intermediari mobiliari artt. 190 ss. TUF), nei procedimenti sanzionatori a carico di esponenti di società bancarie e operati nel settore dell'intermediazione mobiliare. L'obiettivo dell'indagine è allora di verificare se ed in quale misura nella disciplina positiva, legislativa e regolamentare, del settore bancario-finanziario trovi adeguato fondamento la ricostruzione, proposta da questa giurisprudenza, secondo cui sussisterebbe una dotazione di poteri e doveri individuali degli amministratori privi di deleghe "speciali" o comunque diversi e ulteriori rispetto a quelli che possono essere riconosciuti in base al diritto comune.

3. Il passaggio argomentativo utilizzato dalla sentenza in commento e che qui si vuole segnalare è l'affermazione che «il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie, sancito dagli artt. 2381, commi 3 e 6, e 2392 c.c., non

---

<sup>5</sup> Vedi in proposito Cass., 8 ottobre 2018, n. 24723, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it), pp. 15-16, che non entra nel merito di questioni attinenti appunto alla percepibilità dei segnali di allarme sul presupposto che si tratti di apprezzamenti di fatto. Sul punto si tornerà *infra* par. 6.

<sup>6</sup> Infatti, in un *obiter dictum*, Cass., 28 agosto 2017, n. 20438, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it), p. 20, esaminando la posizione di un sindaco di una compagnia di assicurazione quotata, sanzionato per omessa vigilanza, ha avuto occasione di rilevare che le prerogative ed i poteri del sindaco «danno ragione [...] dell'impossibilità di assimilazione dei sindaci ai consiglieri privi di delega, per i quali ultimi, nonostante l'obbligo *ex* art. 2381, u.c., prima parte, cod. civ., di "agire in modo informato", sia in dottrina correttamente disconosciuta la possibilità "indagini dirette o dirette acquisizioni di documenti [...] su singoli fatti"».

va, del resto, rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante ed adeguata conoscenza del *business bancario* e, essendo compartecipi delle decisioni assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter utilmente ed efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi; ciò non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche dei ai dell'esercizio di poteri, spettanti al consiglio di amministrazione, di direttiva e di avocazione, concernenti operazioni rientranti nella delega».

Questo passo che nella sentenza in commento riproduce invero un'argomentazione tra le più ricorrenti citate e/o riprodotte acriticamente, con minime varianti linguistiche, in quasi tutte le sentenze di legittimità in tema di opposizione a sanzioni irrogate dalla Consob e dalla Banca d'Italia, fino a diventare una locuzione formulare fin dal 2013<sup>7</sup>.

Nel passo della sentenza riportato si segnala, rispetto al diritto comune, un primo "salto" indebita integrazione del profilo dei doveri dell'amministratore con il riferimento alla «costante ed adeguata conoscenza del *business bancario*», che, secondo i giudici di legittimità, l'amministratore di banca privo di deleghe è tenuto ad esprimere. Come si è già rilevato in altra sede<sup>8</sup> la richiamata «locuzione riproduce quasi integralmente una disposizione contenuta nella disciplina regolamentare bancaria estrapolata dalla sezione intitolata "Composizione e nomina degli organi sociali", dove vengono definite le caratteristiche che devono possedere i componenti del consiglio privi di delega per poter svolgere la funzione dialettica e di monitoraggio sull'operato

---

<sup>7</sup> Si vedano, tra molte, Cass., 5 febbraio 2013, n. 2737, in *www.italgiure.giustizia.it*, pp. 12-13 (anche in *Foro. it.*, 2013, I, p. 2577; *Giur. comm.*, 2015, II, p. 24; *Riv. dir. comm.*, 2014, II, p. 133 con nota di S. CICCHINELLI, *Il dovere di agire in modo informato nell'attività bancaria a seguito di una recente pronuncia della Cassazione*, *ivi*, pp. 139 ss.); Cass., 7 agosto 2014, n. 17799, *www.italgiure.giustizia.it*, p. 11; Cass., 9 settembre 2015, n. 22848, *ivi*, p. 10; Cass., 7 settembre 2016, n. 17689, *ivi*, p. 19; Cass., 18 aprile 2018, n. 9546, *ivi*, pp. 5-6. Si rinvia a G. DESIDERIO, *op. cit.*, pp. 162 ss., per ulteriori riferimenti.

<sup>8</sup> G. DESIDERIO, *op. cit.*, pp. 181 ss.

dei delegati. A questo fine, in tale fonte regolamentare si legge che “è quindi fondamentale che anche la compagine dei consiglieri non esecutivi posseda ed *esprima adeguata conoscenza del business bancario*, delle dinamiche del sistema economico-finanziario, della regolamentazione bancaria e finanziaria e, soprattutto, delle metodologie di gestione e controllo dei rischi. Si tratta di conoscenze essenziali per l’efficace svolgimento dei compiti loro richiesti”<sup>9</sup>. Si noti, per inciso, che la citata disciplina della Banca d’Italia ha come destinatarie le banche e non gli intermediari finanziari, mentre l’espressione in esame viene utilizzata, con ulteriore indebita estensione, anche con riguardo agli amministratori di questi ultimi<sup>10</sup>.

Da quanto precede, risulta, all’evidenza, che la giurisprudenza utilizza la locuzione addizionandola arbitrariamente con l’aggettivo «costante», che invece manca nella matrice regolamentare, per poi utilizzarla impropriamente non già con riguardo al profilo sostanzialmente “professionale” del consigliere non esecutivo, implicante conoscenze delle caratteristiche del *business* da possedere, già al momento della nomina, bensì con riguardo al profilo doveroso dell’azione dell’amministratore non esecutivo. Da qui è breve il passo che porta a postulare una sorta di conoscenza del concreto e quotidiano svolgersi degli affari dell’intermediario. Invero, nella “versione” offerta dal passo in esame è stato espunto il riferimento un «monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi attraverso un *costante flusso informativo*», contenuto invece in altre decisioni di legittimità<sup>11</sup>. Tuttavia, in un’altra sentenza di legittimità di poco anteriore e resa sempre su sanzioni irrogate dalla Banca d’Italia, si utilizza un’espressione equivalente laddove si afferma che «Il dovere di agire informati dei consiglieri di amministrazione delle società bancarie implica il dovere di conseguire costantemente conoscenza adeguata delle caratteristiche dell’impresa bancaria»<sup>12</sup>.

Pare quindi di poter concludere che sia metodologicamente inappropriata

---

<sup>9</sup> Le disposizioni di vigilanza citate tra virgolette sono tratte dalla Circolare della Banca d’Italia, n. 285 del 17 dicembre 2013 e ss. mm., recante “*Disposizioni di vigilanza per le banche*”, sezione IV della parte I, titolo IV, capitolo 1, 35° aggiornamento (pp. 16-17).

<sup>10</sup> Vedi, *ex multis*, Cass., 29 luglio 2024, n. 21142, in [www.italgiure.giustizia.it](http://www.italgiure.giustizia.it).

<sup>11</sup> Cass., 5 febbraio 2013, n. 2737, *cit.*, p. 13 (corsivo aggiunto).

<sup>12</sup> Infatti, così si esprime Cass. 4 novembre 2024, n. 28325; conf. Cass. 15585/2022, 24851/2019.

l'operazione volta ad utilizzare le suggestioni e il lessico rivenienti da una prescrizione regolamentare relativa al profilo professionale degli amministratori di banca privi di delega per farla diventare una prescrizione relativa al risultato dell'adempimento degli obblighi dell'amministratore non delegato, quale risultato di una operazione interpretativa viziata da una forzatura. Gli è che, neppure la disciplina regolamentare richiede agli amministratori di banca una "conoscenza costante", per l'evidente ragione che quest'ultima è tutt'affatto diversa dall'informativa – che non può che essere periodica – prescritta dalla complessiva disciplina dei flussi informativi endoconsiliari definita dall'art. 2381 c.c. Se l'informativa deve essere fornita durante le riunioni del consiglio di amministrazione e queste ultime sono periodiche, risulta evidente che qualunque allusione a profili di continuità contrasta con il sistema normativo.

4. Dunque, i flussi informativi previsti dall'art. 2381 c.c. sono prefigurati quali veicoli di eventuali segnali di allarme da cui possono poi prendere spunto gli ulteriori approfondimenti. Su quest'ultimo aspetto, vi è un ulteriore passaggio della sentenza in commento che suscita perplessità. Sempre con riguardo alla condotta dei consiglieri privi di deleghe, nella sentenza si legge che «l'esistenza di segnali di allarme (anche impliciti nelle anomale condotte gestorie)» avrebbe dovuto indurre gli amministratori ad «esigere un supplemento di informazione o ad attivarsi in altro modo»<sup>13</sup>. Si noti che, con riguardo a tali modi diversi di attivarsi, viene formulata questa esemplificazione parentetica: «la richiesta di convocazione del consiglio di amministrazione rivolta al presidente, il sollecito alla revoca della deliberazione illegittima o all'avocazione dei poteri, l'invio di richieste per iscritto all'organo delegato di desistere dall'attività dannosa, l'impugnazione della deliberazione ex art. 2391 c.c., la segnalazione al p.m. o all'autorità di vigilanza, e così via)»<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup> Nello stesso senso Cass., 9 novembre 2015, n. 22848, *cit.*; Cass., 12 gennaio 2017, n. 604, in *www.italgiure.giustizia.it*, p. 8.

<sup>14</sup> Con identica formulazione già Cass., 9 novembre 2015, n. 22848, *cit.*, p. 7; Cass., 18 aprile 2018, n. 9546, *cit.*, p. 6.

La perplessità risiede in ciò che risultano essere posti sullo stesso piano la richiesta di un supplemento di informazione e l'attivazione, la quale pare propriamente riconducibile a quel «fare quanto potevano» che l'art. 2392, 2° comma, c.c. richiede agli amministratori che siano «a conoscenza di fatti pregiudizievoli» per poterli mandare esenti da responsabilità. Ora, sembra chiaro che quasi tutti “altri modi” di attivarsi esemplificati dalla giurisprudenza in esame presuppongano la conoscenza o perlomeno il sospetto di fatti pregiudizievoli e quindi si pongono a valle della percezione dei segnali di allarme, che deve quindi essersi già compiuta. O, quantomeno, che i segnali di allarme siano già affiorati. È difficile immaginare, ad es., di sollecitare la revoca di una deliberazione ovvero di chiedere la desistenza da un'attività dannosa o ancora di inoltrare segnalazioni al p.m., se non quando sia già trapelata o almeno sospettata la dannosità o l'illiceità di un atto deliberato o deciso compiuto dagli organi delegati, suscettibile di essere revocato o comunque segnalato all'autorità giudiziaria?<sup>15</sup>.

Diverso discorso vale invece per la sollecitazione al presidente finalizzata alla convocazione del consiglio, la quale però condividere la medesima sostanza della richiesta di informazioni: se a norma dell'art. 2381, u.c., c.c. le informazioni chieste agli organi delegati devono essere fornite in consiglio, allora la richiesta di convocazione della riunione, in cui il supplemento di informazioni può essere chiesto o ricevuto, risulta strumentale all'acquisizione di informazioni. Ciò comporta che la sollecitazione alla convocazione non sia in effetti sostanzialmente distinguibile dall'azione di chiedere informazioni supplementari.

Resta comunque significativa la circostanza che, mentre con riguardo ai “modi di attivazione” il giudicante è stato in grado di formulare una casistica, non vi è invece pari ricchezza nell'identificazione degli altri modi, per utilizzare il già richiamato

---

<sup>15</sup> Analoghe considerazioni non potrebbero, evidentemente, valere quando dovesse sussistere una criticità relativa non a singoli operazioni o adempimenti, quale potrebbe essere, ad es., una carenza patrimoniale incidente su requisiti obbligatori e non rilevata entro termini coerenti con la periodicità delle verifiche sulla situazione patrimoniale della banca, che sono esigibili da un amministratore diligente.

riferimento della sentenza, con cui l'amministratore privo di deleghe dovrebbe «attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte degli organi esecutivi» e che, sempre secondo la sentenza, l'obbligo di agire informato «non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati». Infatti, circa le modalità asseritamente ulteriori rispetto alla richiesta agli organi delegati di informazioni risulta il solo riferimento ai «segnali di allarme (anche impliciti nelle anomale condotte gestorie)».

Non sembra infondato il sospetto che l'esemplificazione di queste fonti alterative di informazione non sia più corposa per la difficoltà di uscire allo scoperto su un profilo – evidentemente deviante rispetto all'assetto definito dall'art. 2381 c.c. – che gli stessi giudicanti percepiscono come incerto. Invero, quello dei “segnali impliciti” è un'indicazione generica, che aiuta poco a delineare il sistema e che poi sfocia in una *quaestio facti* di fronte alla quale il giudice di legittimità può sfilarsi agevolmente. Ma resta la questione di sistema, quindi di diritto, che – a parte la richiesta di informazioni (e la richiesta di convocazione del consiglio) e la segnalazione al p.m. o all'autorità di vigilanza – quelle altre ipotesi di reazione alla conoscenza di fatti pregiudizievoli richiamate dalla sentenza, in piena continuità con l'orientamento giurisprudenziale cui si rifà, presuppongono che gli amministratori privi di deleghe intervengano prima che l'attività dannosa e/o illecita degli organi delegati si sia compiuta: così è per la revoca della delibera o addirittura l'impugnazione della delibera (che nel caso di amministratore delegato comunque mancherebbe), l'avocazione di poteri o la richiesta di desistenza dal compimento di attività. Ma il tipo di vigilanza o di monitoraggio che si postula essere sotteso a tali iniziative dovrebbe allora essere, in effetti, tanto continuo da consentire normalmente di prevenire piuttosto che di rimediare *ex post*. È proprio questo il profilo di devianza dal modello codicistico ingiustificato, nel senso che non trova nessun fondamento di diritto positivo nella disciplina speciale bancaria<sup>16</sup> ed è anche lontanissimo dalla realtà delle società per azioni ad elevata complessità quali

---

<sup>16</sup> Sia nuovamente consentito il rinvio a G. DESIDERIO, *op. cit.*, pp. 169 ss., per una disanima analitica della disciplina bancaria.

sono le banche. Per questa via risulta piuttosto agevole giustificare la sanzione.

Quanto poi al riferimento a segnalazioni al p.m. o all'autorità di vigilanza, va rilevato che è assai pericoloso per la sopravvivenza stessa delle banche prendere alla leggera – come strumento “normale” da utilizzare nella prospettiva *ex ante*, cioè quella da tener presente quando si valuta il comportamento di un amministratore – iniziative che possono incidere sulla fiducia dei depositanti, che è quella su cui riposa, in ultima analisi, la stabilità delle banche. Che fiducia si immagina possa riporre un depositante nella banca in cui volano denunce o esposti? Se così fosse, sarebbe un modello di *governance* assai poco desiderabile. Ed è anche per questo che risulta incomprensibile il fortino giurisprudenziale, edificato per mettere a riparo le sanzioni bancarie dalle opposizioni degli incolpati, che rende ancora attuale la definizione della difesa dell'incolpato come una «missione impossibile»<sup>17</sup>.

### **Giuseppe Desiderio**

*Professore associato di Diritto dell'Economia  
nell'Università degli studi di Napoli Parthenope*

---

<sup>17</sup> Si prende a prestito l'espressione utilizzata nel titolo, che è una sorta di aforisma, da R. COSTI, *La difesa del sanzionato: «una missione impossibile»*, in *Banca impresa soc.*, 2019, fasc. 1, pp. 3 ss.