



Centro di  
Documentazione europea - UniCT



Università di Catania

# I quaderni europei

Scienze giuridiche



## *LEX MERCATUS E LEX SOCIETATIS* TRA PRINCIPI DI DIRITTO INTERNAZIONALE PRIVATO E DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI

Sergio M. Carbone

Settembre 2008  
n. 4

Sergio M. Carbone

**Lex mercatus e lex societatis tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari**

Centro di documentazione europea - Università di Catania - *Online Working Paper* 2008/n. 4  
Ottobre 2008

URL: [http://www.lex.unict.it/cde/quadernieuropei/giuridiche/04\\_2008.pdf](http://www.lex.unict.it/cde/quadernieuropei/giuridiche/04_2008.pdf)

© 2008 Sergio M. Carbone

Centro di documentazione europea - Università di Catania - *Online Working Paper*/ISSN  
1973-7696

Sergio M. Carbone, Professore ordinario di Diritto dell'Unione europea nell'Università di Genova, Facoltà di Giurisprudenza.

La collana *online* "I quaderni europei" raccoglie per sezioni (scienze giuridiche, scienza della politica e relazioni internazionali, economia, scienze linguistico-letterarie) contributi scientifici di iniziative sulle tematiche dell'integrazione europea dalle più diverse prospettive, avviate da studiosi dell'Ateneo catanese o da studiosi di altre Università italiane e straniere ospiti nello stesso Ateneo.

I papers sono reperibili unicamente in formato elettronico e possono essere scaricati in formato pdf su: <http://www.lex.unict.it/cde/quadernieuropei>

Edito dal Centro di documentazione europea dell'Università di Catania

Via Gallo, 13 - 95125 – Catania

tel - fax: ++39.095.317525

[www.lex.unict.it/cde](http://www.lex.unict.it/cde)

## ***Lex mercatus e lex societatis* tra principi di diritto internazionale privato e disciplina dei mercati finanziari**

Sergio M. Carbone

### **Abstract**

Il presente lavoro intende analizzare l'ambito applicativo della legge regolatrice delle società (cd. *lex societatis*) e le sue possibilità, nonché - in caso di risposta affermativa - modalità di coordinamento con le norme che disciplinano l'attività da esse svolte in Stati (sia comunitari che non) diversi da quello di origine. E' preliminarmente affrontato il tema del diritto applicabile allo statuto delle persone giuridiche: facendo operare il metodo c.d. dell'ordinamento competente (in ambito comunitario noto anche come "principio dello Stato d'origine"), esso è individuato nell'ordinamento in conformità al quale la società o l'ente sono stati costituiti (*lex loci incorporationis*), così da assicurare il riconoscimento degli effetti riguardanti gli enti in questione sin dal momento della loro costituzione, anche nei sistemi giuridici diversi da quelli d'origine e in cui essi si trovano ad operare. In questo senso ha mostrato di orientarsi senza più alcuna incertezza la Corte di giustizia, mettendo in luce il rapporto di stretta correlazione tra la libertà di stabilimento sancita dal trattato CE (artt. 43 e 48) ed il diritto a vedere riconosciuto in ogni ordinamento giuridico di uno Stato membro della Comunità europea lo *status* della società costituita in un altro Stato membro. Pertanto, allorché possa escludersi con ragionevole sicurezza l'abusivo ricorso al diritto societario di un determinato Stato membro per sottrarsi a norme imperative volte a tutelare legittime esigenze dell'ordinamento in cui si intende svolgere l'attività sociale, deve ritenersi che, in via di principio, la portata delle regole vigenti in tale ordinamento sia residuale e limitata. Non così agevole, peraltro, è la delimitazione del reciproco ambito di operatività dei due sistemi normativi, soprattutto nel caso di società operanti nei mercati c.d. regolamentati che siano state costituite al di fuori della Comunità ovvero che siano controllate da società straniere, anche comunitarie. Sulla scorta di una ricognizione delle norme italiane di diritto societario che, venendo in rilievo quale *lex mercatus*, dovrebbero trovare applicazione anche nei confronti di società straniere, in virtù della loro *ratio* di tutela di interessi generali a carattere imperativo, l'A. giunge dunque alla conclusione che l'esclusiva competenza della *lex societatis* delle società emittenti può subire forti condizionamenti anche sulla c.d. *corporate governance* e sulla circolazione dei titoli, soprattutto quando le norme appartenenti, rispettivamente, alla *lex loci incorporationis* ed alla *lex loci actus* non siano riconducibili a un unico sistema normativo integrato secondo principi comuni come si verifica a livello comunitario.

### **Keywords**

diritto internazionale privato - statuto delle società - mercati c.d. regolamentati - legge applicabile - ordinamento competente - *lex loci incorporationis* - norme di applicazione necessaria - abuso del diritto - *lex mercatus* - applicazione extraterritoriale - limiti

**LEX MERCATUS E LEX SOCIETATIS TRA PRINCIPI DI DIRITTO  
INTERNAZIONALE PRIVATO E DISCIPLINA DEI MERCATI FINANZIARI**

**di Sergio M. Carbone\***

*Sommario:* Introduzione.- 1. La competenza della legge dello Stato di costituzione della società ed il ruolo residuale della legge dello Stato della sede e/o dell'attività sociale nell'evoluzione della giurisprudenza comunitaria. - 2. La continuità dello statuto personale della società ed i suoi rapporti con la *lex fori* e con la *lex loci actus* tra norme di d.i.p. e diritto comunitario.- 3. *Segue:* L'eventuale rilevanza, nell'ordinamento comunitario, del c.d. abusivo ricorso al modello societario di uno Stato membro.- 4. La difficile linea di demarcazione della disciplina relativa allo statuto della società rispetto alla legge applicabile alla sua attività con particolare riguardo alle società che gravitano in ambito comunitario.- 5. La ripartizione della competenza della *lex societatis* rispetto alla *lex mercatus* nella disciplina dei mercati finanziari: cenni generali.- 6. *Segue:* La recente tendenza della *lex mercatus* a regolare alcuni aspetti relativi alla *corporate governance* delle società contemperandone l'applicazione con la *lex societatis*.- 7. *Segue:* La tendenziale prevalenza della *lex societatis* sulla *lex mercatus* nel sistema comunitario dei mercati finanziari.- 8. Il difficile equilibrio nel d.i.p. societario tra *lex mercatus* e *lex societatis*: le responsabilità extracontrattuali, la disciplina della rappresentanza e il diritto al nome della società.- 9. L'attuazione dei principi innanzi indicati con riguardo ai criteri di estensione della applicazione della legge italiana sia quale *lex societatis* sia quale *lex mercatus* nella L. 262/2005.- 10. *Segue:* L'estensione dell'applicazione della legge italiana con riguardo a garanzie su obbligazioni di società estere, a società costituite in "paradisi legali" ed a comportamenti abusivi quale "better rule" legittimata quale *lex mercatus* o dalla *lex societatis*.- 11. Gli effetti extra-territoriali della legge italiana nei confronti delle società costituite in "paradisi legali": in particolare la legittimità del controllo del "business purpose".- 12. *Segue:* Le esigenze di particolare trasparenza e completezza di informazione dei rapporti delle società italiane con le loro controllanti o controllate estere collocate in "paradisi legali". - 13. La conferma della progressiva tendenziale ingerenza della *lex mercatus* sulla *corporate governance* delle società: l'esempio dei patti parasociali e delle partecipazioni reciproche. La difficoltà del loro *enforcement*.- 14. L'ambito di applicazione della legge italiana relativamente agli obblighi informativi ed alla garanzia di solvenza su titoli negoziati sul mercato italiano.- 15. I difficili equilibri tra *lex societatis* e legge del mercato: l'esigenza di soluzioni uniformi in ambito comunitario e di un ruolo effettivo della C.E. e degli Stati nel regolare l'ordine del mercato.

## Introduzione

E' ben vero che alcuni specifici criteri di appartenenza delle persone giuridiche sono stati valorizzati assegnando ad essi specifica rilevanza sull'attribuzione ad una società della nazionalità dello Stato del foro al fine di legittimare l'applicazione del relativo ordinamento. Ma è altrettanto vero che questi stessi criteri non sono mai stati altrettanto utilmente impiegati, quanto meno con pari intensità, allorché si è trattato di riconoscere l'appartenenza di una società ad un ordinamento straniero ai fini di applicarne le disposizioni, in particolare, per identificare il suo statuto e gli effetti degli atti compiuti dai suoi organi. Comunque, la pratica ha dimostrato che non è possibile attribuire rilevanza alla nazionalità di una società straniera, in funzione di uno specifico criterio di collegamento stabilito dalla *lex fori*, rispetto ad altri indicati (e rilevanti in questa prospettiva) da parte dell'ordinamento che intende essere applicato ad una determinata società, e da esso effettivamente impiegati ai fini della attribuzione ad essa della propria nazionalità. Altrimenti, si cade inevitabilmente nell'arbitrario e non si favorisce l'uniformità e la continuità della disciplina di situazioni di diritto societario caratterizzate da elementi di internazionalità (Luzzatto). Infatti, identificando la nazionalità di una società con la sola circostanza della presenza di uno specifico collegamento idoneo, secondo la *lex fori*, a

---

\* Relazione presentata al Convegno internazionale di studi su "La società per azioni oggi: tradizione, attualità e prospettive", organizzato presso la Fondazione Giliani i giorni 10-11 novembre 2006 in occasione dei 50 anni della Rivista delle società ed in ricordo di Ariberto Mignoli i cui atti sono in corso di pubblicazione. Si ringraziano gli organizzatori del Convegno per aver consentito di anticipare la presente pubblicazione in questa sede.

giustificare ad essa, o a situazioni che gravitano nel suo ambito, l'applicazione di un determinato ordinamento statale, si priva la nazionalità del suo specifico contenuto tecnico ai fini dell'applicazione, nell'ordinamento del foro, della *lex societatis*.

E' proprio in funzione di questo insieme di circostanze che il riferimento al diritto straniero in materia societaria si caratterizza per il "solo fine di dare riconoscimento a valori giuridici già costituiti (e/o operanti) all'estero": quindi, non già al fine di consentire la costituzione, o meglio la ricostituzione nel foro, di un ente sottoposto ad un diritto straniero e tanto meno nel rendere applicabile ad esso un ordinamento giuridico sulla scorta di un mero collegamento formale privilegiato dalla *lex fori*. Ciò che rileva sono piuttosto (a) l'effettività dei collegamenti della *lex societatis* con la società in funzione dei quali le è attribuita la nazionalità da parte di tale ordinamento e (b) la tutela che nel suo ambito è offerta a valori coerenti con quelli privilegiati nello Stato del foro o quanto meno da esso condivisi.

Si tratta, in altri termini, di dare applicazione diretta ed immediata, nei limiti indicati sub (b), alla disciplina sostanziale di un ordinamento straniero in cui la società ha acquisito il proprio statuto, ed alla quale, con carattere di effettività, è stata attribuita la disciplina speciale che ne caratterizza il funzionamento. Pertanto, il diritto straniero risulta applicabile alle società non già attraverso il tradizionale metodo internazionalprivatistico della localizzazione spaziale della fattispecie, bensì attraverso il metodo cosiddetto del riconoscimento dell'ordinamento straniero competente (Picone) rivolto, appunto, a giustificare e legittimare gli effetti relativi allo *status* delle persone giuridiche costitutivamente attribuito loro da un ordinamento giuridico in funzione della loro appartenenza ad esso sulla scorta dei suoi criteri di (auto) collegamento. Nella prospettiva ora indicata non stupisce, e merita, quindi, di essere condivisa, la scelta operata dall'ordinamento italiano allorché prevede, all'art. 25 della L. 218/95, l'applicazione della *lex loci incorporationis* alle società, associazioni, fondazioni ed a ogni altro ente pubblico o privato anche se prive di natura associativa. In tal modo, in coerenza con l'impiego del metodo innanzi indicato e con la funzione del diritto internazionale privato di garantire uniformità di trattamento a situazioni caratterizzate da elementi di internazionalità, si assicura l'adesione ed il riconoscimento anche da parte dell'ordinamento italiano di effetti che si sono già realizzati nei riguardi degli enti ora indicati con carattere di effettività sin dal momento della loro costituzione allorché è stato loro attribuito uno speciale statuto con relativa soggettività e/o personalità giuridica, da parte dell'ordinamento in cui si è validamente portato a compimento il relativo procedimento costitutivo.

D'altronde, in tal senso, si era già chiaramente espressa la giurisprudenza italiana allorché, pur in presenza della disciplina normativa assai ambigua prevista nelle (ora abrogate) disp. prel. cod. civ., non ebbe esitazione ad affermare che «ciascun ordinamento ha il potere di determinare i soggetti cui attribuire una rilevanza giuridica ed in particolare di riconoscere la personalità giuridica a determinati centri di interessi» e, pertanto, «l'ordinamento italiano riconosce la personalità giuridica delle organizzazioni che siano riconosciute quali persone giuridiche negli ordinamenti stranieri in forza della loro nuova esistenza alla stregua dello Stato in cui siano state costituite con l'unica limitazione che non confliggano con i principi dell'ordine pubblico» (Cass. 15 febbraio 1993, n. 1853).

### **1. La competenza della legge dello Stato di costituzione della società ed il ruolo residuale della legge dello Stato della sede e/o dell'attività sociale nell'evoluzione della giurisprudenza comunitaria**

Tale tendenza, come è noto, è stata ulteriormente e particolarmente accentuata in ambito comunitario ove il metodo del riconoscimento dell'ordinamento competente ha trovato ulteriore conforto sulla scorta dell'esigenza di garantire la continuità della

personalità giuridica, ed il reciproco riconoscimento dello “statuto personale”, delle società, in tutti gli Stati membri sulla scorta delle determinazioni e della disciplina dell’ordinamento dello Stato comunitario nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di costituzione. Esso, infatti, è stato affermato in termini sempre più espliciti e sicuri dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia, dopo alcune precedenti incertezze, nelle sentenze del 9 marzo 1999 (C-212/97, nel c.d. caso *Centros*), del 5 novembre 2002 (C-208/00, nel c.d. caso *Überseering*) e del 30 settembre 2003 (C-167/01, nel c.d. caso *Inspire Art*), in occasione delle quali si afferma, ormai senza alcun margine di ambiguità, sia il «diritto di costituire una società in conformità alla normativa di uno Stato membro e di creare succursali in altri Stati membri sia il diritto di vedere riconosciuto tale *status* della società in ogni ordinamento giuridico degli Stati membri» della Comunità Europea in quanto «inerenti all’esercizio, nell’ambito di un mercato unico, della libertà di stabilimento garantita dal Trattato».

Pertanto, non sussiste più alcun dubbio in merito all’incompatibilità con l’espressione della c.d. libertà di stabilimento innanzi indicata delle eventuali disposizioni degli ordinamenti degli Stati membri che, in occasione del trasferimento della “sede effettiva” o dell’attività principale di una società oltreché dell’apertura di una sua “succursale”, impongono la, o prevedano norme sostanzialmente assimilabili alla, sua “ricostituzione” nell’ordinamento in cui tale sede deve essere localizzata. In altre parole, il diritto di stabilimento e, prima ancora, gli stessi principi comuni agli ordinamenti degli Stati europei, ora codificati nella Carta di Nizza del 7 dicembre 2000 (secondo le osservazioni dell’avvocato generale Colomer nel caso *Überseering* al punto 59), in linea di principio e salve le eccezioni di cui all’art. 46 CE, non consentono agli Stati di subordinare al rispetto del loro diritto nazionale l’effettività del pieno esercizio della capacità giuridica di società costituite in un altro Stato membro della Comunità. Ed in particolare questo divieto comporta che sia garantito a tali società l’impiego della disciplina e dello statuto ad esse attribuiti dall’ordinamento giuridico dello Stato in cui si è perfezionato il procedimento relativo alla loro costituzione, nonostante la presenza di altri collegamenti rilevanti nell’ordinamento giuridico dello Stato in cui si intende svolgere la loro attività o stabilire la loro sede operativa.

L’evoluzione giurisprudenziale innanzi ricordata, non solo conferma la correttezza dell’impiego del metodo dell’ordinamento competente o dello Stato di origine anche in funzione delle speciali esigenze del sistema comunitario, ma evidenzia l’utilità di tale metodo in una più ampia prospettiva con specifico riguardo al diritto societario. Esso, infatti, come è stato giustamente posto in rilievo (e particolarmente enfatizzato) da una parte della dottrina che ha preso spunto da quanto è avvenuto nell’ordinamento statunitense, è il criterio che permette di garantire la massima efficienza e funzionalità al sistema economico. Attraverso il suo impiego, in particolare, si realizzano nella massima misura possibile le potenzialità proprie dell’autonomia privata e di iniziativa economica in virtù del riconoscimento di un vero e proprio diritto delle parti interessate di individuare ed utilizzare la legge identificativa dello “statuto personale” della società da esse ritenuto più conveniente, in occasione della sua costituzione, ai fini di favorire l’impiego del modello organizzativo giudicato come il più idoneo per la realizzazione del progetto imprenditoriale sotteso alla costituzione della società. Tale legge, quindi, anche sotto questo profilo, merita di essere preferita quale *lex societatis* rispetto alle altre eventualmente con essa concorrenti qualora legittimate ad essere applicate al riguardo ad altro titolo.

Pertanto, la *lex loci incorporationis*, proprio in quanto coincidente anche con l’*optio legis* operata al riguardo dai soci, appare la più idonea ad essere applicata ai fini internazionalprivatistici anche nel garantire efficienza al sistema ed opportunità agli operatori economici. Essa, quindi, si conferma come destinata ad essere applicata ed a prevalere quale *lex societatis* al di là ed a prescindere da qualsiasi ulteriore collegamento

effettivo con la società e nonostante la presenza della sua sede reale e/o lo svolgimento dell'attività sociale in altri ordinamenti. Con la precisazione che, in tal modo, lo statuto della società secondo l'ordinamento dello Stato di sua costituzione è immediatamente e direttamente applicabile oltretutto azionabile dai soggetti interessati in qualsiasi altro ordinamento, ed in particolare anche nell'ordinamento italiano, quale *lex societatis*, nonostante la presenza di eventuali difformi disposizioni nazionali che rivendicano, spesso con successo, la loro applicazione in qualità di ordinamento in cui è localizzata la sede o di *lex loci* e/o *lex fori*. Queste ultime, infatti, potranno operare in senso limitativo al pieno esercizio del suo statuto soltanto qualora esso confligga con norme o principi della *lex loci* e/o della *lex fori* relativi all'attività che essa svolge in tali ordinamenti. Principi e norme che sono, comunque, destinati ad avere una portata particolarmente ridotta, dovendosi interpretare secondo criteri restrittivi quantomeno con riguardo alla disciplina delle attività di società costituite in uno Stato comunitario. In ogni caso, come già precisato, non costituisce di per sé, e salvo quanto precisato in appresso, circostanza rilevante ad escludere l'applicazione della *lex societatis*, il fatto che la società svolga tutte le sue attività in Stati diversi da quello della *lex loci incorporationis* ed abbia con tale Stato il solo collegamento rappresentato dalla *optio legis* operata al momento della costituzione della società.

## **2. La continuità dello statuto personale della società ed i suoi rapporti con la *lex fori* e con la *lex loci actus* tra norme di d.i.p. e diritto comunitario**

Pertanto, il principio di cui all'art. 25 della L. 218/95 nella seconda parte del suo primo comma, deve essere inteso come rivolto ad ottenere, in presenza delle circostanze in tale sede indicate (e cioè, sede o attività sociale in Italia), l'intervento e l'applicazione dell'ordinamento italiano con una portata non pregiudizialmente preclusiva della disciplina e della rilevanza della *lex loci incorporationis* allorché si tratti di società costituite in Stati extra-comunitari. La portata di tale intervento della legge italiana sarà, ovviamente, ancora più riduttiva se la società appartiene ad uno Stato comunitario anche nei casi in cui essa ha la sede dell'amministrazione in Italia oppure in Italia si trova l'oggetto principale della sua attività.

In virtù di tali criteri, quindi, ampio spazio deve essere riconosciuto alla *lex loci incorporationis*, che si estende non solo allo statuto identificativo della società da parte della *lex loci incorporationis* ma anche alla definizione dell'ambito materiale da essa designato come relativo al diritto societario, da parte della *lex loci incorporationis*, di cui in tal modo determina l'effettiva operatività. Di questa legge, pertanto, si dovrà, in linea di principio, favorire l'applicazione secondo i criteri e l'ambito da essa definiti.

Risulta, così confermato, che non è possibile pretendere la (ri)costituzione di una società da parte di uno Stato in quanto svolge in esso la propria attività o vi si trova la sede qualora tale società risulti essere stata già oggetto di un regolare procedimento costitutivo (secondo le determinazioni adottate da parte dei soggetti interessati) nell'ordinamento di un altro Stato. E non sarà neppure possibile imporre ad essa nuove regole estranee allo statuto ed ai caratteri identificativi della società oppure di formalità ad effetti sostanzialmente equivalenti a quelli relativi alla costituzione di una nuova società. Altrimenti tale situazione produrrebbe un vero e proprio "raddoppio" o ricostituzione del suo statuto: a quello originario se ne aggiungerebbe un altro imposto dallo Stato della sede contrariamente alle chiare indicazioni relative alla *ratio* alla base dell'applicazione della *lex loci incorporationis*. Quanto ora indicato vale a maggior ragione allorché si tratta di società costituita in uno Stato comunitario. Un esempio opportunamente indicato (proprio sulla scorta dei ricordati precedenti comunitari) dalla dottrina (Benedettelli) è quello che riguarda gli esiti dell'evoluzione della giurisprudenza tedesca che è correttamente giunta ad escludere (nonostante la presenza di specifiche norme che legittimavano) la pretesa della *lex fori* e

della *lex loci* di ottenere la (ri) costruzione, in virtù della c.d. *Sitztheorie*, di una società con sede in Germania, già regolarmente costituita nell'ordinamento inglese secondo l'*optio legis* voluta dalle parti e pur in difetto di attività, di sede amministrativa o di direzione degli affari all'interno dell'ambito territoriale di tale ordinamento.

Quanto ora indicato, peraltro, non significa assoluta ed esclusiva competenza della *lex societatis* su qualsiasi atto relativo alla società o su comportamenti degli organi sociali sia rispetto ai terzi, sia rispetto ai soci, sia rispetto ai c.d. *stakeholders*. Ma non significa neppure che ci si possa limitare al riconoscimento della competenza e della disciplina della *lex societatis* con riguardo alla sola fase costitutiva della società ed alla attribuzione della personalità o soggettività giuridica in tal modo, ed in tale ambito, conseguita. D'altro canto, pur dovendosi riconoscere alla *lex societatis* la definizione del suo ambito di applicazione, essa potrà concorrere con altra normativa (della stessa *lex fori* o di altro ordinamento individuato in virtù di ulteriori criteri di collegamento) ritenuta più opportuna con riguardo ad ogni attività della società che in qualche misura possa interferire, o presentare collegamenti rilevanti, con gli interessi di altri ordinamenti statali. Ed è appunto in tal senso che deve essere interpretata la seconda parte del primo comma dell'art. 25 della L. 218/95, rivolta pertanto a legittimare l'applicazione del diritto italiano alle attività di società straniere nell'ambito del territorio dello Stato italiano piuttosto che a nazionalizzarle.

Peraltro, in ambito comunitario, il diritto degli Stati membri e pertanto, in particolare, anche il diritto dell'ordinamento italiano di intervenire, sovrapponendo e favorendo la prevalenza della disciplina della *lex fori*, della *lex loci* o di altro ordinamento ritenuto applicabile, rispetto alla *lex societatis* di altro Stato membro, non potrà avere l'applicazione che sembra riservare a tali criteri di collegamento l'art. 25 primo paragrafo L. 218/95 allorché la società ha la sede o svolge la sua attività in Italia. Tale diritto, infatti, dovrà essere limitato ai soli casi in cui ci si trovi di fronte a disposizioni rivolte alla protezione di interessi generali ed alla specifica soddisfazione di "esigenze imperative" non adeguatamente tutelate dalla *lex societatis*. Si tratta, quindi, di estendere al diritto societario gli stessi principi elaborati in occasione della nota sentenza relativa al caso del c.d. *Cassis de Dijon*.

Pertanto, la disciplina della legge italiana applicabile ai sensi dell'art. 25 ora indicato alle attività poste in essere in Italia da una società riconducibile ad uno Stato comunitario, potrà essere utilmente invocata in congiunzione, o per alcuni aspetti in alternativa, alla *lex societatis* solamente se la sua applicazione risulta (a) essere proporzionata allo scopo effettivamente perseguito; (b) realizzare una finalità ed interessi meritevoli di tutela; (c) prevedere trattamenti non discriminatori ed in particolare discriminazioni (anche indirette) in base alla nazionalità; (d) essere adeguata ad evitare, nella massima misura possibile, la lesione dell'uniformità di trattamento comunitario, e delle libertà comunitarie, delle persone giuridiche. Solo nei limiti ora indicati si deve, infatti, ritenere che uno Stato comunitario ha il diritto di adottare e di imporre, nonostante le possibilità offerte e le libertà garantite dal trattato, misure rivolte ad impedire che i soggetti, la cui attività a vario titolo gravita nel suo ambito di operatività, possano giovare in materia societaria della loro *lex societatis* secondo quanto previsto dall'ordinamento in cui si è perfezionato il procedimento costitutivo.

### **3. Segue: L'eventuale rilevanza, nell'ordinamento comunitario, del c.d. abusivo ricorso al modello societario di uno Stato membro**

Anche sotto un differente profilo, peraltro, sempre in ambito comunitario, può essere invocata l'applicazione e la prevalenza della *lex fori*, o di altro ordinamento ritenuto applicabile, rispetto alla *lex societatis* in funzione della stessa tutela di esigenze generali relative al funzionamento del sistema comunitario, tenuto conto degli specifici collegamenti di tali ordinamenti con la società o gli atti che la riguardano.

Si tratta del caso in cui si accerti la presenza di un intento fraudolento, o di abusivo ricorso al diritto societario di un determinato Stato membro della CE, per sottrarsi all'applicazione delle norme imperative relative alla tutela di legittime esigenze dell'ordinamento giuridico in cui si intende svolgere una determinata attività imprenditoriale, attraverso la creazione di una succursale o l'esercizio della libertà di stabilimento, oppure attraverso la libera prestazione dei servizi.

Tale "intento fraudolento", in realtà, può rilevare ai fini ora indicati soltanto se verificato con riferimento a circostanze, volta a volta, specifiche a singoli casi; comunque, con un rigoroso impiego dell'onere della prova dell'abuso. Le situazioni in cui la giurisprudenza comunitaria ha utilizzato la tecnica in esame per escludere la rilevanza della *lex loci incorporationis*, d'altronde, riguardano solamente casi in cui è risultata evidente la volontà di utilizzare tale ordinamento, congiuntamente alla libera prestazione dei servizi o alla libertà di stabilimento, al fine di evitare l'applicazione di norme imperative di ordine pubblico imposte a particolari attività in un determinato Stato allorché tale Stato era il luogo di svolgimento di tali attività o la sede della società (come si è verificato, ad esempio, in occasione della causa C-23/93, nella sentenza del 5 ottobre 1994, nel caso *TV 10*). Si tratta, pertanto, di ipotesi in cui risultano elementi indicativi in concreto di uno specifico abuso, come sicuramente si verifica allorché la costituzione in un ordinamento diverso è giustificata al fine di evitare il rispetto di determinati parametri professionali o vincoli organizzativi essenziali per concrete esigenze operative richieste dall'ordinamento dello Stato di svolgimento dell'attività a tutela di interessi meritevoli di particolare tutela.

Non è invece possibile presumere al riguardo, anche in virtù di specifiche disposizioni legislative, la presenza di tale abuso allorché sia stato scelto di costituire una società in un determinato Stato, pur essendo tale società destinata ad operare prevalentemente (o addirittura esclusivamente) in altri Stati, in quanto le norme della *lex loci incorporationis* siano state ritenute dalle parti interessate (ad esempio, perché più duttili rispetto ad alcune caratteristiche di *corporate governance*) particolarmente adatte alle specifiche esigenze poste alla base dell'operazione societaria. In un "mercato delle regole", i cui principi sono applicabili anche alle società, la libertà di scelta consentita alle parti al fine di sfruttare i vantaggi competitivi dei vari modelli organizzativi e dei diversi criteri di funzionamento al riguardo vigenti nei vari Stati comunitari non sembra, infatti, che possa essere limitata in virtù di astratte presunzioni *ex lege*, bensì esclusivamente in funzione di rigorose e specifiche prove indicative di una effettiva condotta abusiva.

Tali elementi, è ben vero, potranno essere precisati anche sulla scorta di disposizioni di legge o accertati in virtù di una valutazione giudiziale da operarsi da parte del giudice. Ma è altrettanto vero che essi non potranno essere applicati attraverso la meccanica operatività di criteri "generali ed astratti". I vari criteri o elementi rilevanti al riguardo dovranno, infatti, essere specificamente rapportati alla dimostrazione, nel caso di specie, di un intento elusivo di disposizioni relative all'ordine pubblico dello Stato in cui in concreto la società svolge la sua attività (in tal senso, da ultimo, le conclusioni dell'avvocato generale Alber del 30 gennaio 2003, in causa C-167/01, relativa al già citato caso *Inspire Art* e le considerazioni sviluppate in occasione del caso *Centros*, anch'esso già citato).

In tal senso, quindi, è evidente che, in ogni caso, ed a maggior ragione, le eventuali presunzioni di intento abusivo e/o elusivo potranno essere effettivamente contraddette e rimosse al fine di escludere l'intento abusivo pur in presenza di un "insieme di elementi oggettivi" previsti dalla stessa legge come indicativi di un'operazione rivolta (quanto meno apparentemente) ad ottenere vantaggi la cui concessione non risulta giustificata dalle sue effettive modalità di svolgimento oltre ad essere contraria agli obiettivi ed alla soddisfazione delle esigenze imperative della legge altrimenti applicabile. Al riguardo, vale la pena di ricordare le considerazioni di recente espresse a proposito di una specifica fattispecie in cui rilevava l'applicazione del diritto di stabilimento (anche se difficilmente assimilabile "tel

quel” alla situazione in esame) in virtù delle quali si è affermato che è possibile vincere eventuali presunzioni di intento abusivo e pertanto giovare della disciplina delle libertà comunitarie, con conseguente applicazione di una determinata legge statale, provando il collegamento di una reale attività economica con lo Stato della cui legge ci si intende giovare, l’effettività dei conseguenti atti o prestazioni o la localizzazione nell’ambito di tale Stato del valore aggiunto ottenuto in virtù degli atti e delle prestazioni innanzi indicate (come sembra ritenere l’Avvocato Generale Léger in occasione delle sue conclusioni presentate il 2 maggio 2006, in causa C-196/04, nel caso *Schweppes*).

#### **4. La difficile linea di demarcazione della disciplina relativa allo statuto della società rispetto alla legge applicabile alla sua attività con particolare riguardo alle società che gravitano in ambito comunitario**

L’evoluzione descritta nei precedenti paragrafi relativamente al diritto comunitario in materia di trattamento delle società estere appartenenti ad uno Stato comunitario, ed in particolare a proposito dei limiti ai condizionamenti di applicazione della legge del Paese in cui esse svolgono la propria attività, o hanno la sede effettiva, rispetto alla *lex societatis*, consente di ricavare alcuni ulteriori criteri interpretativi assai utili nella valutazione del sistema delle norme italiane di diritto internazionale privato in materia societaria, applicabili anche alle società appartenenti a Stati extracomunitari. Si tratta, come è noto, soprattutto, degli artt. 25 della L. 218/95 e 2507-2509 *bis* cod. civ. la cui valutazione nel senso ora indicato trova, tra l’altro, una precisa base normativa nello stesso art. 2507 cod. civ. e specifiche ragioni che soprattutto si evidenziano con riferimento al diritto societario dei mercati finanziari.

In esso, infatti, come sarà meglio precisato nei successivi paragrafi, il rapporto di reciproca competizione tra ordinamenti statali in un mercato finanziario ormai globalizzato impedisce di adottare soluzioni internazionalprivatistiche nei confronti delle società comunitarie che si differenzino significativamente rispetto a quelle adottate nei confronti delle società extra-comunitarie. E’, infatti, probabilmente nella consapevolezza di quest’ultima circostanza che è stato riformulato, in occasione della riforma societaria, l’art. 2507 cod. civ.. Ed è comunque in tal senso che tale norma deve essere interpretata se non si vuole riconoscere ad essa solamente un valore pedagogico o “narrativo” allorché precisa che l’interpretazione ed applicazione delle norme relative alle società estere di cui al capo XI del titolo V del libro quinto cod. civ. devono essere “effettuate in base ai principi dell’ordinamento della Comunità Europea”.

Anzitutto, si conferma, così, ulteriormente, anche sotto questo profilo, l’esattezza di quanto elaborato dalla dottrina e dalla giurisprudenza italiana allorché hanno precisato, secondo quanto già indicato nel precedente paragrafo 1, che il riferimento al diritto straniero attraverso l’impiego della nazionalità delle società rileva al solo fine di riconoscere situazioni giuridiche già formalizzate e costituite all’estero di cui si intende garantire continuità di applicazione ed uniformità di trattamento. Inoltre, si ha pure la conferma di quanto già accennato nei precedenti paragrafi: e cioè che l’art. 25 in esame non deve essere inteso come rivolto ad ottenere la (ri) costituzione in ambito nazionale di enti già costituiti all’estero (ma, *contra*, da ultimo, Barel) anche se essi hanno la sede e la loro attività in Italia. Sembra, così, definitivamente da escludere che l’art. 25 innanzi citato nel suo primo comma, seconda parte, possa essere interpretato nel senso che la legge italiana sia destinata a regolare a titolo di *lex societatis* ogni aspetto di società, anche se appartenenti a Stati extracomunitari, che abbiano in Italia la “sede dell’amministrazione” oppure qualora vi “si trovi l’oggetto principale”. Anche in tal caso, infatti, sarà applicabile la *lex loci incorporationis* ed essa continuerà ad essere la loro *lex societatis* al fine di determinare, in particolare, le caratteristiche identificative e lo statuto personale.

L'ordinamento italiano, invece, risulterà applicabile con riguardo alle loro attività, di tipo operativo, che si svolgono in Italia o che sono dirette da parte della loro sede localizzata in Italia. Sono, infatti, proprio le caratteristiche degli atti ora indicati che giustificano lo specifico interesse all'applicazione della propria disciplina da parte del legislatore italiano a tutela di valori da esso espressi. Tanto che, in funzione di tale tutela, si potrà anche imporre di rendere compatibile lo "statuto" e la *corporate governance* di società straniere ad alcune norme imperative della legge italiana, almeno con riguardo alle operazioni effettuate nell'ambito dell'ordinamento italiano, senza, peraltro, che tale armonizzazione escluda la conservazione della personalità o la identità soggettiva acquisita nell'ordinamento di incorporazione senza soluzione di continuità di cui sembra essere, d'altronde, inequivoca conferma anche l'art. 25 terzo comma della L. 218/95.

Si può, quindi, ritenere, proprio riprendendo alcuni passaggi della giurisprudenza comunitaria, utilizzabili anche ai fini ora indicati e, pertanto, anche nei confronti di società appartenenti a Stati extra-comunitari, che, nell'interpretazione ed applicazione della normativa internazionalprivatistica delle società, risulta ancora fondamentale la distinzione tra ordinamento che definisce l'identità e l'organizzazione della società da un lato e ordinamento che ne regola le attività, dall'altro. Peraltro, i principi che caratterizzano il funzionamento del sistema comunitario ed in particolare i principi sulla libera circolazione delle persone (anche giuridiche) e dei titoli relativi alla società, come già accennato, tendono a ridurre l'operatività dell'ordinamento in cui si svolge l'attività della società di cui si consente l'applicazione, quantomeno a proposito di aspetti relativi alla *corporate governance* di società straniere, solo in presenza di effettive esigenze "imperative" non soddisfatte adeguatamente dalla *lex societatis* con relativo "onere della prova" a carico dello Stato che ne afferma l'applicazione o ne pretende di imporre gli effetti. Nei confronti delle società extra-comunitarie, invece, l'ordinamento in cui si svolge l'attività ha, in merito alla sua disciplina, normalmente il sopravvento sulla corrispondente normativa, eventualmente conflittuale, della *lex societatis* con possibile significativa incidenza anche su aspetti relativi alla loro *corporate governance*; ed a tal fine non è richiesta alcuna particolare ulteriore giustificazione quanto meno nei casi in cui tale ordinamento coincide con la *lex fori*. In tal senso, quindi, e non già nel senso di attribuire la nazionalità italiana alle società che già godono di una personalità loro attribuita da un ordinamento straniero, si conferma, in particolare, che debba essere interpretato l'art. 25 primo comma seconda parte della L. 218/95.

## **5. La ripartizione della competenza della *lex societatis* rispetto alla *lex mercatus* nella disciplina dei mercati finanziari: cenni generali**

Pur con le precisazioni innanzi indicate, restano, comunque, ancora gravi e delicate difficoltà interpretative nell'esatta determinazione del rispettivo ambito di applicazione, da un lato, dell'ordinamento che definisce e regola l'identità di una società e, dall'altro, di quello che regola le attività da essa svolte e/o che gravitano nel suo ambito con particolare riguardo ai profili che in tal modo possono incidere sulla sua *corporate governance*. Tra le materie nelle quali tali difficoltà risultano particolarmente accentuate è sicuramente quella relativa ai c.d. mercati finanziari con particolare riguardo alla disciplina dei titoli emessi dalle società e delle modalità di loro negoziazione. Si tratta, soprattutto, di precisare se, ed in quale misura, norme e disposizioni della legge dello Stato nel cui ambito tali titoli sono emessi o sono negoziati possano interferire, in quanto rivolte alla protezione del risparmio o all'organizzazione del mercato in cui avviene la negoziazione dei titoli azionari o obbligazionari, non solo sulla disciplina di tali rapporti e sulle modalità dei relativi negoziati, ma anche su aspetti che attengono alla disciplina organizzativa, e pertanto in qualche misura sulle stesse caratteristiche identificative, di una società straniera.

In questa prospettiva è anzitutto da verificare se una società, allorché decida di aumentare il valore delle proprie azioni, favorendone la circolazione, e/o di autofinanziarsi, su un mercato nazionale diverso da quello di sua appartenenza, possa essere legittimamente disciplinata dall'ordinamento di tale Stato in quanto ha deciso di operarvi e di svolgere in esso un'attività rilevante ai fini societari che legittima interventi anche sul suo originario statuto sociale oltretutto sulla disciplina della specifica operazione.

In ambito comunitario, come già accennato, tale concorrenza e potenziale conflitto tra *lex loci incorporationis*, da un lato, e legge dello Stato in cui si svolge una determinata attività ed in particolare la *lex mercatus*, dall'altro, è, più in generale, tendenzialmente risolto a favore della prima sulla scorta degli stessi principi posti alla base della giurisprudenza *Centros* e *Inspire Art*.

Si privilegia, in tal modo, anche a questo proposito, il c.d. "metodo del mercato interno" e/o il principio c.d. dello Stato di origine, già ampiamente adottati con riferimento alla libera circolazione dei beni e dei servizi, che risultano particolarmente coerenti con le esigenze dei mercati finanziari e delle imprese, anche se, a volte, possono condurre ad esiti contraddittori rispetto alla tutela di altri interessi quanto meno altrettanto meritevoli. Tanto più che, secondo quanto indicato nei precedenti paragrafi, i principi ed i criteri adottati al riguardo in ambito comunitario tendono ad estendere la loro applicazione anche nei confronti di società extra – comunitarie. Infatti, come è stato ancora di recente osservato anche nella dottrina italiana (Mazzoni), la globalizzazione dell'economia e l'internazionalizzazione dei mercati, particolarmente accentuate proprio nel settore finanziario, hanno provocato un rapporto di concorrenza, di reciproca comunicazione e ripartizione di competenze tra ordinamenti sulla scorta di principi che devono necessariamente trascendere i soli rapporti e le sole società che gravitano all'interno degli Stati aderenti all'Unione Europea e che, pertanto, lasciano esigui margini alla possibilità di adottare al riguardo soluzioni che coinvolgano esclusivamente questi ultimi. Tanto che, anche in occasione della recente formulazione di una proposta di un Regolamento CE sulla legge applicabile alle società da parte di un gruppo di studiosi tedeschi, si è ritenuto, pur con alcune voci dissidenti, che anche alle società costituite in uno Stato terzo, pur con sede nella Comunità, debba essere applicata la *lex loci incorporationis* ed in particolare la legge dello Stato nel quale sia stato portato a compimento il procedimento costitutivo con relativa iscrizione in un pubblico registro o in difetto con determinazione della sua organizzazione sulla scorta di tale legge (art.2).

Si nota, quindi, una tendenziale prevalenza ed applicazione della *lex loci incorporationis* sulla *lex mercatus* almeno per quanto riguarda i vari aspetti che in qualche modo sono riconducibili alla *corporate governance*. Ed al riguardo si invocano, tra l'altro, le esigenze e le stesse caratteristiche strutturali dei mercati finanziari, tradizionalmente costruiti sulla scorta delle caratteristiche degli enti emittenti (piuttosto che sullo statuto degli investitori), oltretutto rivolti a garantire certezza e uniformità di trattamento dell'identità societaria. Esigenza, quest'ultima, tanto più accentuata in ambito comunitario anche in virtù dei principi di mutuo riconoscimento e della reciproca fiducia tra Stati comunitari. Non stupisce, pertanto, che da parte di alcuni autori tale predominanza della disciplina dell'ordinamento dell'*home State* della società rispetto a quella dell'*host State*, ove è localizzato il mercato in cui essa svolge la propria attività ed è presente, sia ritenuta operante anche con riferimento alla disciplina delle negoziazioni dei suoi valori mobiliari, delle operazioni economiche di cui essi sono rappresentativi e dei diritti che conseguono alla loro titolarità. Tanto più che attraverso la uniforme applicazione di tale disciplina in ogni mercato finanziario è anche più agevole raggiungere un'effettiva libera circolazione e mutuo riconoscimento delle società e dei titoli ad esse relativi.

Anzi, da una parte della dottrina si è di recente addirittura sostenuto che solo il legislatore comunitario è titolare della potestà di limitare e/o condizionare l'ambito di

applicazione, e del necessario riconoscimento, della disciplina della *lex loci incorporationis* a favore della legge del mercato in quanto qualsiasi altra soluzione, secondo criteri coerenti con le norme di diritto internazionale privato della *lex fori*, comporta un “prezzo da pagare in termini di (in)certezza del diritto, (im)prevedibilità delle soluzioni e, in sostanza, di corretto funzionamento del mercato troppo alto” (Munari). Si ritiene, così, che la “legge del mercato” non debba considerarsi un ordinamento applicabile secondo i principi di diritto internazionale privato della *lex fori* e tanto meno un limite che gli Stati membri possono autonomamente porre all’operatività della legge dello Stato di origine e, pertanto, della *lex loci incorporationis*. Si tratterebbe piuttosto di una legge che è in grado di operare solo se identificata e legittimata quale *proper law* all’interno dell’ordinamento plurilegislativo comunitario esclusivamente sulla scorta e nei limiti di sue specifiche disposizioni normative. In breve, al riguardo, nessuna autonoma determinazione sembra residuare a favore dello Stato in cui è localizzata la “legge del mercato”, oltre quanto direttamente previsto da norme comunitarie. Gli Stati membri sembrano, pertanto, preclusi dall’indicare qualsiasi criterio di delimitazione dei rispettivi ambiti di applicazione della *lex mercatus* e della *lex societatis* sia attraverso interventi normativi sia attraverso l’applicazione di norme o principi di diritto interno oltre quanto espressamente previsto o consentito da norme comunitarie.

#### **6. Segue: La recente tendenza della *lex mercatus* a regolare alcuni aspetti relativi alla *corporate governance* delle società contemperandone l’applicazione con la *lex societatis***

In realtà, queste ultime conclusioni sembrano eccessive. Infatti, è ben vero che con frequenza sempre maggiore le norme di diritto comunitario cercano di stabilire in modo preciso e dettagliato l’esatta linea di confine tra competenza normativa e attribuzioni assegnate alla *lex loci incorporationis*, da un lato, ed alla *lex mercatus* dall’altro, soprattutto con riguardo alle società con titoli negoziati su mercati regolamentati (nella sua qualità di legge dello Stato in cui si svolgono le attività della società). Ma è altrettanto vero che nella maggior parte dei casi tale linea non è compiutamente definita o presenta varie opzioni lasciate alla determinazione degli Stati membri (come, ad esempio, ancora da ultimo si verifica a proposito della disciplina comunitaria relativa all’O.P.A. di cui alla direttiva 2004/25 del 21 aprile 2004). Ed altre volte, in particolare, in mancanza di esercizio di tali opzioni, o in presenza di lacune nell’esatta definizione dell’accennata linea di demarcazione da parte di specifiche norme di diritto comunitario, l’interprete utilizza al riguardo le norme di diritto internazionale privato previste nella disciplina di diritto comune, nei limiti consentiti dal rispetto dei principi di diritto comunitario. E tali criteri e principi sono tanto più validi ed utilizzabili a favore dell’applicazione della *lex mercatus* qualora, oltre al *locus acti*, anche altri criteri di collegamento, legittimati da ulteriori disposizioni di diritto internazionale privato, possono essere invocati a favore della sua operatività: quali, ad esempio, quelli che si impiegano per la determinazione della legge applicabile alle obbligazioni contrattuali o alla responsabilità extracontrattuale.

La competenza della *lex mercatus*, soprattutto se coincidente con la *lex fori*, comunque, può essere difficilmente messa in discussione anche in ambito comunitario qualora sia applicata, secondo quanto precisato nei precedenti paragrafi, sulla scorta di criteri adeguati, proporzionali e non discriminatori, in presenza di esigenze oggettive dotate di meritevolezza in funzione della protezione dell’investitore, degli azionisti di minoranza o di terzi ed eventualmente di ulteriori specifici collegamenti relativi a rapporti che incidono su materie che rientrano nell’ambito della disciplina societaria, pur non essendo riconducibili a soli “affari interni” della società.

Naturalmente, i limiti di applicazione della *lex mercatus* rispetto alla *lex societatis* non operano con la stessa intensità allorché la società appartenga e sia stata costituita in uno

Stato estraneo all'area comunitaria. In quest'ultimo caso, infatti, il titolo di giustificazione dell'applicazione della legge del mercato, soprattutto in presenza delle esigenze, dei collegamenti, e delle considerazioni innanzi riportati, legittima più facilmente l'estensione della sua operatività anche su aspetti che riguardano profili organizzativi interni delle società con indubbe interferenze e possibili conflitti con la disciplina della loro *lex societatis*.

In tal senso, d'altronde, è l'esperienza dello stesso ordinamento statunitense la cui disciplina dei mercati finanziari (e, pertanto, della *lex mercatus*) si è progressivamente orientata "*from the regulation of disclosure to the regulation of internal corporate governance*". Tanto che, nella pratica internazionale, si prende atto di tale realtà e non si tenta neppure di disconoscere la legittimità di tali interventi della *lex mercatus* sulla disciplina dello statuto e della identità della società, cercando, invece, di risolvere tali conflitti attraverso ragionevoli soluzioni di compromesso tra, e condivise da, i rispettivi ordinamenti in conflitto. È quanto, d'altronde, ci conferma anche l'esperienza di altri ordinamenti allorché operano quale *lex mercatus*. Infatti, pur rivendicando la propria competenza nella disciplina quantomeno di alcuni aspetti della *corporate governance* delle società quotate sui loro mercati, molti ordinamenti ne attenuano realisticamente l'applicazione adattandone i contenuti alle esigenze della *lex loci incorporationis* per non perdere i vantaggi di cui si giovano i loro mercati della presenza di società straniere.

Si pensi, ad esempio, a quanto di recente è avvenuto a proposito della norma statunitense, adottata a seguito del *Sarbanes-Oxley Act*, in virtù della quale i componenti degli "*audit committees*" delle società, i cui titoli sono ammessi sul mercato regolamentato statunitense, devono essere soltanto "amministratori indipendenti" mentre le società tedesche prevedono la presenza nell'ambito di tale organo anche di "rappresentanti dei lavoratori" e pertanto di "dipendenti" della società. Si voleva, peraltro, evitare che tale situazione di conflitto potesse condurre al "*delisting*" delle società tedesche dal mercato americano. Ma al tempo stesso non si intendeva risolverla riconoscendo al riguardo l'esclusiva competenza della *lex societatis* giustificata sulla scorta dell'opportunità di escludere l'interferenza delle norme statunitensi dalla composizione dell'*audit committee* in quanto materia relativa agli "affari interni" o all'organizzazione della società. Si è addivenuto, così, attraverso il dialogo tra le competenti autorità, ad un compromesso in virtù del quale la SEC è stata garantita che "*the mandatory labor representatives on issuer audit committee were firmly independent*". In tal modo, le società interessate furono poste in condizione di rispettare entrambi gli ordinamenti ai quali viene riconosciuta reciproca legittimazione ad intervenire nella composizione dell' "*audit committee*" in virtù dell'impiego di differenti criteri di collegamento altrettanto validi e legittimamente utilizzabili: e cioè, l'ordinamento tedesco in funzione del rispetto delle regole relative all'identità della società sulla base dell'ordinamento di sua costituzione e l'ordinamento statunitense sulla base dell'importanza da esso assegnata alle funzioni di "*audit committee*" a tutela degli investitori e del rispetto delle regole di disciplina del mercato in cui la società intendeva far negoziare i suoi titoli.

Nello stesso modo si è composto il conflitto di leggi tra ordinamento lussemburghese ed ordinamento francese con riferimento all'O.P.A. relativa alla società *Arcelor*. Si trattava di determinare se al riguardo dovesse prevalere la *lex societatis* oppure quella dell'ordinamento o degli ordinamenti nel cui ambito sono quotate le azioni della società oggetto dell'O.P.A. La soluzione è stata, invece, quella di un ragionevole temperamento delle legittime esigenze relative all'applicazione degli ordinamenti ora indicati. Essa, così, è stata precisata nel senso che l'applicazione della *lex societatis* doveva avvenire "*sans prejudice des disposition d'ordre public et autres normes obligatoires relatives au bon fonctionnement du marché des Etats membres sur le territoire desquels les autres marchés concernés son situées*". E pertanto veniva garantita, da parte dello stesso ordinamento in cui la società era stata costituita ed aveva la sede, che "*les règles d'intervention, de transparence et d'information*" dell'ordinamento francese quale *lex mercatus* sarebbero state applicate.

## **7. Segue: La tendenziale prevalenza della *lex societatis* sulla *lex mercatus* nel sistema comunitario dei mercati finanziari**

In ambito comunitario, conferme in merito alla tendenziale prevalenza della *lex societatis* rispetto alla legge dello Stato in cui la società opera, senza che da ciò ne consegua l'esclusiva applicazione, emergono anche dalla disciplina delle c.d. libertà comunitarie e del diritto internazionale privato relativa alle responsabilità degli amministratori e/o dei soci: ad esempio, allorché questi ultimi non hanno seguito le regole ed i criteri relativi all'organizzazione societaria, o alla pubblicità ad essa relativa, richieste dallo Stato (diverso da quello della loro *lex societatis*) in cui si svolge la loro attività sociale. Al riguardo, infatti, sembra logico ritenere che, sulla scorta dei principi contenuti nelle sentenze relative ai casi *Überseering* e *Inspire Art* (ma soprattutto nelle conclusioni dell'avvocato generale Alber in quest'ultimo caso), la legge regolatrice delle formalità che possono incidere sulla regolare costituzione di una società e sulle eventuali conseguenti responsabilità dei suoi amministratori debba essere, almeno in via di principio, la *lex societatis*. Pertanto, nessuna interferenza sembra legittima da parte di altre leggi, neppure quando si tratti di società che hanno l'oggetto sociale o la sede in altro Stato membro. Il diritto comunitario non sembra, quindi, consentire a quest'ultimo Stato, nonostante alcune incertezze espresse al riguardo in dottrina (Roth), di estendere le ipotesi di responsabilità degli amministratori e/o dei soci secondo criteri che, di fatto, modificano la identità societaria dell'ente di cui sono rispettivamente amministratori e soci (trasformandone, in particolare, il regime giuridico da società a responsabilità limitata) in società a responsabilità illimitata qualora non siano operati alcuni adeguamenti statutari o adempiute alcune specifiche formalità richieste dall'ordinamento dello Stato in cui si svolge l'attività societaria.

In questa prospettiva, dunque, la disciplina di cui all'art. 2509 *bis* cod. civ. non sembra più applicabile, perché eccessiva nei suoi effetti, nei confronti di società di Stati comunitari anche se esse svolgono la propria attività in Italia. Come è noto, infatti, tale disposizione sancisce la responsabilità illimitata e solidale di coloro che agiscono per conto delle società straniere, sino a quando non siano state regolarmente adempiute le formalità relative alla loro pubblicità nell'ordinamento italiano. In tal modo, pertanto, si assimila la responsabilità dei rappresentanti delle società straniere a quella degli amministratori che agiscono per conto di società italiane prima dell'adempimento delle formalità costitutive previste al riguardo di queste ultime. Di fatto, così, le società straniere che non adempiono le formalità previste dall'ordinamento italiano vengono considerate dall'art. 2509 *bis* come se fossero prive in Italia di personalità giuridica, o comunque con un'identità societaria diversa da quella prevista dalla *lex societatis* dello Stato in cui ne è avvenuta la costituzione con effetto in evidente contrasto con i principi del sistema comunitario innanzi indicati. Tanto più che tali formalità consistono in requisiti, obblighi ed oneri ulteriori rispetto a quelli previsti dalla XI Direttiva (n. 89/666/CE relativa alla pubblicità delle succursali create in uno Stato membro da parte di società soggette al diritto di un altro Stato) e riguardano informazioni già disponibili nel registro della società nel suo Stato di origine.

La disciplina di cui all'art. 2509 *bis* cod. civ., pertanto, deve essere limitata alle società extra-comunitarie. E nella stessa logica, sulla scorta dei medesimi principi, risulta, a maggior ragione, incompatibile con il diritto comunitario anche l'art. 2509 cod. civ.. Si dovrà, quindi, provvedere alla sua disapplicazione nei riguardi di società costituite in uno Stato comunitario, evitando che tali società estere costituite secondo un tipo diverso da quelli conosciuti in Italia siano "soggette", oltre alle formalità di cui all'art. 2508 cod. civ. in attuazione di quanto dispone la XI Direttiva innanzi citata, anche alle norme italiane in materia di iscrizione e di responsabilità degli amministratori relative alle società per azioni.

## 8. Il difficile equilibrio nel d.i.p. societario tra *lex mercatus* e *lex societatis*: le responsabilità extracontrattuali, la disciplina della rappresentanza e il diritto al nome della società

Appare, invece, in ogni caso applicabile la *lex mercatus* anche alle società comunitarie che operano, o hanno la sede, in Italia con riferimento alle situazioni descritte negli artt. 2497 ss. cod. civ. con particolare riguardo alla tutela che deve essere accordata a favore dei soci di minoranza e dei terzi nei confronti di comportamenti abusivi della società capo-gruppo per esercizio dell'unitaria attività di direzione e coordinamento "in violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale delle società controllate". In tal caso, quanto meno se gli interessi di terzi o dei soci di minoranza non risultano altrettanto protetti secondo criteri efficienti dall'ordinamento dello Stato di costituzione della società capo-gruppo, le misure relative alla loro tutela (in particolare attraverso il diritto di recesso da parte del socio di minoranza o la responsabilità degli amministratori) nell'ambito della *lex loci actus* (e pertanto della legge dello Stato di svolgimento delle predette attività o della sede della società o della sua succursale alle quali tali attività sono riconducibili) risultano, pertanto, applicabili. Infatti, i criteri al riguardo adottati per giustificare tale applicazione, anche in virtù dei principi di diritto internazionale privato vigente nell'ordinamento italiano, risultano adeguati, non discriminatori e proporzionati all'importanza degli interessi sottesi a tale normativa.

Tanto che in un caso recente (Trib. Milano, 27 aprile 2004, in FI, 2004, II, 434) non si è esitato ad osservare, anche con specifico riguardo alle caratteristiche del modello organizzativo della società rivolte alla protezione di interessi presenti nell'ordinamento del mercato in cui opera, con sicurezza argomentativi forse eccessiva, che "è quasi ovvio rilevare che sia le persone fisiche che le persone giuridiche straniere nel momento in cui operano in Italia...hanno semplicemente il dovere di osservare la legge italiana e quindi anche il d.lg. 231/01". Si è così ritenuto che, per potersi avvalere delle esimenti garantite dall'ordinamento italiano da un modello organizzativo della società da esso previsto, anche una società estera dovesse ad esso adeguarsi, non potendo limitarsi di aver adottato l'analoga struttura organizzativa prevista dalla *lex societatis*.

D'altronde, la legittimità, l'adeguatezza, e la coerenza con i principi di diritto comunitario di tale "interferenza" della *lex loci* rispetto alla *lex societatis* nel caso in esame risultano indirettamente confermati anche da quanto dispone il considerando n. 15 del regolamento sullo statuto della Società europea (reg. n. 2157/2001 C.E.) allorché stabilisce che "i diritti e gli obblighi relativi alla tutela degli azionisti di minoranza e dei terzi derivanti per un'impresa dal controllo esercitato su un'altra impresa soggetta ad un diverso ordinamento giuridico sono disciplinati dal diritto applicabile all'impresa controllata, fatti salvi gli obblighi ai quali l'impresa che esercita il controllo sia soggetta in base alle disposizioni del diritto ad essa applicabile". Si riconosce quindi, anche in ambito comunitario, che è l'ordinamento giuridico dello Stato della società controllata quello nell'ambito del quale si realizzano gli effetti dell'attività di direzione e coordinamento e che dovrà, pertanto, essere applicato qualora risulti più favorevole alla tutela degli interessi in esame rispetto agli obblighi ed alle responsabilità che risultano dall'applicazione dell'ordinamento nazionale della società controllante.

Comunque, ulteriore conferma all'applicabilità della specifica disciplina della responsabilità per attività di direzione e coordinamento in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società controllate si ricava, oltretutto dall'art. 25, primo comma, seconda parte, della l. 218/1995, anche dall'art. 62 della stessa legge, qualora si reputi che tale ipotesi normativa configuri una fattispecie di responsabilità "di stampo aquiliano", come sembra trasparire da quanto indicato al riguardo nell'ordinamento italiano, per la cui disciplina debba essere utilizzata tale norma sui conflitti di legge. In realtà, per

quanto riguarda la responsabilità extracontrattuale degli organi sociali e dei soci che non siano direttamente riconducibili alla specifica disciplina di diritto societario, si ritiene che la legge applicabile debba essere quella determinata secondo i principi di diritto comune rilevanti al riguardo come, d'altronde, espressamente indicato nell'art. 1 comma 2 lett.(d) della proposta di regolamento Roma II (COM 2006, 83 def.) sulla legge applicabile alle obbligazioni extracontrattuali.

Altrettanto rilevante risulta la *lex mercatus* con riferimento ad altri aspetti particolarmente significativi nella valutazione della disciplina applicabile alle società. Si pensi, ad esempio, allo stesso diritto al nome o alla denominazione della ragione sociale delle società. Anche in questo caso, infatti, se è indubbio che esso debba essere sottoposto alla *lex societatis*, la sua concreta utilizzazione nell'ambito degli Stati in cui la società opera sarà possibile solo se la denominazione risulta compatibile con la disciplina relativa alla tutela del nome adottata nell'ordinamento di tali Stati. Tanto che, anche per verificare la legittimità dell'impiego di un determinato nome (ad esempio ai fini di valutarne gli effetti di possibile confusione), si dovrà fare riferimento non soltanto alla *lex societatis*, ma anche alla specifica normativa della *lex mercatus* in cui opera.

Contrariamente a quanto indicato, l'art. 25, par. 2, lettera (d) ed (f) della L. 218/95 sembra assegnare esclusiva rilevanza alla *lex societatis* nella disciplina della "capacità" e della "rappresentanza" delle società. Peraltro si ritiene che, ai fini della determinazione della rappresentanza legale dei suoi organi, si debba tener conto anche di quanto dispone la *lex mercatus* a tutela dell'affidamento dei terzi che hanno rapporti con la società e tale soluzione sembra confermata dall'esclusione di questo argomento dall'ambito di applicazione della Convenzione di Roma sulla legge regolatrice delle obbligazioni contrattuali. Ed a tal fine, da più parti è ritenuto applicabile l'art. 11 della Convenzione di Roma sulla legge regolatrice delle obbligazioni contrattuali quanto meno ai casi in cui il legale rappresentante di una società abbia agito al di fuori dei limiti del suo potere di rappresentanza. In tal modo, così, si è operata una estensione analogica di tale norma anche alle persone giuridiche ed al tempo stesso si limita la portata della citata norma dell'art. 25 L. 218/95. Tanto che, in tal senso, se ne è codificata la portata nell'ambito della proposta di Regolamento comunitario innanzi citato (al par. 6).

A maggior ragione, con riguardo alla rappresentanza negoziale degli organi societari ed in ogni caso con riguardo alla rappresentanza volontaria conferita in virtù di mandato ad alcuni componenti degli organi societari o a dipendenti della società, si ritiene che essa non sia compresa nella esclusiva competenza della *lex societatis* ex art. 25, par. 2 lett. (f) e debba essere valutata secondo i principi ed i criteri propri della legge regolatrice della rappresentanza volontaria con ovvia rilevanza (quantomeno anche) della *lex mercatus* quale ordinamento dello Stato nell'ambito del quale sono esercitati i relativi poteri rappresentativi, quantomeno allorché in tale Stato risulti domiciliato il terzo che ha contrattato con il rappresentante. Non stupisce, quindi, che sulla scorta di tale impostazione la relativa soluzione sia stata codificata nelle recenti modifiche e precisazioni proposte alla Convenzione di Roma innanzi citata nell'ambito della formulazione del c.d. Regolamento "Roma I" (COM 2005, 650 def.) ed in particolare nel suo art. 7.

## **9. L'attuazione dei principi innanzi indicati con riguardo ai criteri di estensione della applicazione della legge italiana sia quale *lex societatis* sia quale *lex mercatus* nella L. 262/2005**

E' sulla scorta e nel contesto degli accennati principi che sono state adottate anche le norme del TUF (dlg. 24 febbraio 1998, n. 58) e, da ultimo, le disposizioni per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari di cui alla l. 28 dicembre 2005, n. 262 che, come tutte le normative relative a tale materia, assume specifica rilevanza al fine di definire

l'ambito di applicazione della *lex societatis* rispetto alla *lex mercatus*. Tanto più che, come è noto, tali norme impiegano ampiamente i classici criteri tradizionalmente impiegati nel diritto internazionale privato ai fini della localizzazione delle fattispecie in esse previste. Peraltro, il loro utilizzo è soprattutto caratterizzato dall'intento di realizzare la funzione sostanziale di ottenere un determinato effetto o risultato concreto: favorire, cioè, la certezza e l'uniformità di trattamento sia a strutture organizzative adeguate ed evolute delle società sui vari mercati regolamentati in cui operano sia a forme di tutela dell'interesse dei loro soci e degli investitori. Si cerca, pertanto, di garantire l'applicazione di alcuni principi posti alla base dei modelli organizzativi (e degli atti) delle società secondo parametri e standard internazionali dei quali ci si sforza di assicurare l'effettività nell'ambito dei diversi ordinamenti statali in cui sono localizzati i vari mercati regolamentati in cui esse operano. Si privilegia, così, l'efficienza del sistema economico e, al tempo stesso, si cerca di favorire un'uniforme protezione degli investitori soprattutto nei casi in cui questi ultimi non siano investitori qualificati.

In tale prospettiva, si impiegano ed operano i criteri di collegamento che evidenziano, in modo particolarmente significativo, accanto all'importanza della *lex societatis*, anche quella dell'applicazione della legge dello Stato del mercato in cui sono immessi (o di quello in cui sono negoziati) i titoli relativi alle società. Essa, infatti, è spesso destinata a prevalere rispetto alla *lex loci incorporationis* soprattutto allorché quest'ultima si rivela meno adeguata della *lex mercatus* nella tutela degli interessi innanzi indicati e nella salvaguardia della "buona reputazione" del mercato finanziario in cui i titoli sono quotati o negoziati.

In altri termini, alla base della normativa in esame si conferma un'ineludibile tendenza dell'ordinamento italiano, già presente nei principi di cui all'art. 25 della l. 218/95, che prende atto della esigenza, da un lato, di riconoscere la libertà dei soci (ed il riconoscimento degli effetti delle loro scelte) a proposito della determinazione del quadro normativo statale in cui organizzare e strutturare le società e, dall'altro, di tener conto della competizione tra ordinamenti nell'attrarre la costituzione di società cercando di orientarla verso soluzioni rivolte a favorire modelli statuari idonei a disciplinare in modo equilibrato i rapporti tra i diversi portatori di diritti ed interessi al suo interno. In ogni caso, qualora non sia possibile giungere ad esiti adeguati, gli eventuali conflitti di leggi dovranno essere risolti applicando i principi e le norme organizzative delle società oltreché i criteri di emissione dei titoli ad esse relativi rivolte a proteggere gli interessi degli investitori in modo adeguato e coerente con quanto previsto da parte dell'ordinamento giuridico dello Stato del mercato. Tanto più che, secondo le più evolute teorie di analisi economica del funzionamento dei mercati finanziari, la quotazione su un mercato di uno Stato diverso da quello della *lex societatis* di per sé indica che le stesse società interessate sono disponibili all'applicazione di una disciplina di *corporate governance* anche più rigorosa (*cross listing firms are seeking stronger laws*) convinte che dalla loro operatività in tale mercato, e secondo le sue regole, si possa ottenere aumento del valore della società e maggiore facilità nel reperire capitali aggiuntivi.

D'altronde, già durante il regime previgente alle disposizioni da ultimo adottate per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari, l'effetto ora indicato veniva realizzato anche con norme interne di *soft law* spontaneamente accettate dalle società interessate. È ben vero che tali norme, per la natura che le contraddistingue rispetto a quelle imperativamente imposte dallo Stato del mercato, sembrano inadeguate di per sé ad imporsi ed a garantire la realizzazione delle esigenze pubblicistiche di organizzazione del mercato. Ma è altrettanto vero che tale impostazione appare inadeguata a cogliere la realtà caratterizzata dalla circostanza che la "volontaria" o spontanea accettazione di queste disposizioni di *soft law*, di fatto, è essenziale, condizionando nella pratica l'accesso e/o la permanenza di una società su un determinato mercato regolamentato. In tal modo, sotto il profilo dell'effettività della loro applicazione, queste norme di *soft law* non si differenziano dalle altre norme imperative vigenti nello Stato del mercato e consentono alle cosiddette

*best practices* adottate in un determinato mercato di entrare a far parte di quella disciplina della *lex mercatus* che si impone sulla *lex societatis*.

Non stupisce, pertanto, che, già prima dell'entrata in vigore delle norme in esame, le "regole relative all'ammissione al mercato italiano" contenute nel relativo regolamento e nelle conseguenti "istruzioni", prevedessero che le società « che intendono presentare domanda di ammissione alla quotazione procedono a confrontare il proprio modello di governo societario con quello proposto nel Codice (di autodisciplina delle società quotate) e danno comunicazione alla Borsa italiana, nella domanda stessa, degli esiti di tale confronto». In tal modo, infatti, si otteneva che anche le società costituite all'estero, attraverso tecniche di *moral suasion*, oppure in virtù di adesione all'ente associativo che gestisce il mercato e le sue regole, adeguassero la loro *corporate governance* a modelli di organizzazione societaria riconducibili a standard internazionali giudicati coerenti con i principi dell'ordinamento italiano al fine di garantire agli investitori ed ai terzi che operano sul mercato finanziario italiano quell' «efficienza ed affidabilità del sistema di *corporate governance* delle imprese» posto a suo fondamento.

D'altro canto, l'esigenza di tener conto della disciplina della *lex mercatus* si evidenzia anche sotto un diverso profilo allorché essa rileva, pur in presenza di un *locus mercatus* non coincidente con l'ordinamento italiano: e cioè, quando i titoli di una società sono contemporaneamente immessi sul mercato italiano e su mercati regolamentati diversi da quello nazionale. In tal caso, qualora si tratti di società estera che sia stata quotata, oltretutto sul mercato italiano, anche su un altro mercato (ad esempio, statunitense) diverso dall'ordinamento di sua appartenenza, potrà rilevare e risultare applicabile la legge dello Stato di tale mercato anche nell'ambito dell'ordinamento italiano qualora la legge di quest'ultimo Stato risulti più favorevole per gli investitori rispetto a quanto dispone la legge italiana e la *lex societatis*. Si pensi, ad esempio, all'obbligo di informativa che nell'ordinamento da ultimo indicato dovesse risultare più rigoroso e protettivo degli interessi degli investitori e delle minoranze rispetto a quanto previsto dalla *lex societatis*. È evidente che, come conferma la pratica applicativa adottata dalla Consob, tale normativa dovrà essere applicata e prevalere sia sulla *lex societatis* sia su quanto dispone la legge italiana proprio in quanto *better rule* e perché solo in tal modo si garantisce parità di trattamento a tutti gli investitori evitando così di creare tra essi indebite asimmetrie informative.

Per converso non si è mai avuta esitazione nel ritenere che le società costituite secondo l'ordinamento italiano le cui azioni sono quotate esclusivamente in mercati regolamentati diversi da quello del nostro Stato debbano sottostare alle norme italiane relative alla *corporate governance*, pur dovendo essere eventualmente integrate dall'applicazione della disciplina vigente nell'ordinamento dello Stato del mercato regolamentato nel quale esse sono quotate qualora più favorevole agli interessi degli investitori o dei soci di minoranza. Ed è appunto in questa prospettiva che è stata adottata la formulazione dell'art. 165 *ter* del TUF, prevista dalla l. 28 dicembre 2005, n. 262. In virtù di tale norma, infatti, si è ritenuto addirittura di estendere l'applicazione della legge italiana, secondo i criteri innanzi indicati, anche alle società controllate o controllanti estere da parte delle società italiane, allorché la loro *lex societatis* non garantisce la trasparenza del loro funzionamento oppure della situazione patrimoniale e finanziaria della loro gestione secondo principi di *corporate governance* considerati essenziali da parte dell'ordinamento italiano a tutela degli investitori. In tal caso, quindi, non rileva in senso ostativo né la nazionalità straniera delle società controllate o controllanti, né la circostanza che il mercato regolamentato sia localizzato in uno Stato straniero.

Nella stessa logica, d'altronde, era stato a suo tempo addirittura formulato un ultimo comma dell'art. 2412 cod. civ., in cui si pretendeva di imporre limiti all'emissione di obbligazioni da parte di società estere controllate da, o controllanti di, società italiane aggiuntivi rispetto a quelli previsti dalla loro *lex societatis* allorché si trattava di obbligazioni

che, successivamente alla loro emissione su un mercato regolamentato estero, fossero negoziate sul mercato italiano. L'estensione dell'applicazione di tale disciplina italiana a società estere è risultata eccessiva. Tanto che, come a suo tempo denunciato, il comma in esame è stato giustamente considerato discriminatorio nei confronti delle società italiane rispetto alle altre società appartenenti all'Unione Europea oltreché contrario alla libera circolazione dei capitali e al diritto di stabilimento in ambito comunitario. Pertanto, la Legge sulla riforma della tutela del risparmio e la disciplina dei mercati ne ha abrogato la relativa disciplina a favore di un maggior rispetto della *lex loci incorporationis* delle controllate o delle controllanti estere di società italiane. Ci si limita, infatti, a prevedere, al quarto comma dell'art. 2412 cod. civ., come meglio precisato nel successivo paragrafo, che nel computo dell'importo che non può essere ecceduto con riferimento alle obbligazioni emesse da parte di una società italiana, si dovrà tener conto anche delle garanzie da essa comunque prestate o al servizio delle obbligazioni emesse "da altre società, anche estere".

#### **10. Segue: L'estensione dell'applicazione della legge italiana con riguardo a garanzie su obbligazioni di società estere, a società costituite in "paradisi legali" ed a comportamenti abusivi quale "better rule" legittimata quale *lex mercatus* o dalla *lex societatis***

Quanto ora indicato, naturalmente, non esclude l'ulteriore operatività della normativa italiana in tutti i casi in cui la costituzione di una società estera possa essere considerata "abusiva" o una mera "finzione" in quanto la sua effettiva gestione e la sua attività avvengono nell'ambito della struttura appartenente ad una società italiana di cui la società estera può essere considerata come mero "veicolo" o più semplicemente come *mail box*. Sono questi, infatti, i soli casi, come già indicato nel precedente paragrafo 4, in cui rileva l'intento fraudolento sulla scorta della presenza di un insieme di elementi oggettivi tali da porre in rilievo che la costituzione di una società estera è, in realtà, un'operazione economica rivolta al fine di perseguire interessi non meritevoli di tutela o ad ottenere vantaggi il cui conseguimento non è giustificato da alcun elemento oggettivo o soggettivo della sottesa operazione oltre ad essere contrario a norme imperative della legge statale altrimenti applicabile.

Peraltro, l'applicazione della normativa italiana può operare anche altrimenti nei riguardi di situazioni caratterizzate da elementi di estraneità attraverso tecniche che rafforzino la tutela del diritto degli investitori in concorso con la *lex mercatus*, o la *lex societatis*, come ad esempio si verifica attraverso la previsione di adeguate garanzie di solvenza da parte degli intermediari incaricati della negoziazione dei titoli sul mercato italiano oppure, come già accennato, attraverso le norme relative al computo dei limiti massimi di emissione di obbligazioni delle società italiane nel cui calcolo devono essere comprese anche le garanzie da queste rilasciate a favore di controllate estere.

Si pensi, in particolare, a quest'ultimo proposito, alle condizioni, ai limiti ed ai criteri di calcolo con riferimento all'emissione delle obbligazioni previsti dall'ordinamento italiano all'art. 2412 cod. civ., nell'intento di perseguire un obiettivo coerente con la tutela degli investitori, ed in particolare degli obbligazionisti, attraverso limiti anche all'indebitamento indiretto delle società italiane assunto in virtù di garanzie. Ed in questa prospettiva la Legge sulla tutela del risparmio prevede, come già accennato, all'art. 11 (e inserisce un ulteriore comma, dopo il terzo, all'art. 2412 c.c.), che, nel computo del limite all'emissione di obbligazioni, "concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altra società, anche estera". Si deve, infatti, ritenere che, in tal caso, da un lato, la società estera, richiedendo le garanzie da parte della controllante italiana, non sia dotata di mezzi e risorse adeguati all'emissione delle obbligazioni e, dall'altro, la

società controllante che garantisce l'emissione delle obbligazioni abbia un suo specifico interesse e vantaggio da tale forma di indebitamento.

La società estera, quindi, nelle condizioni innanzi indicate, viene legittimamente assimilata ad uno strumento per l'emissione di obbligazioni della controllante società italiana che può produrre effetti negativi non soltanto nei confronti degli obbligazionisti esteri, ma anche nei riguardi di tutti i creditori della società italiana e del suo equilibrio economico e finanziario. Appare, pertanto, naturale che le obbligazioni ora indicate siano da sottoporre, in occasione della loro emissione, alla verifica del rispetto dei requisiti di cui all'art. 2412 c.c. da parte della società italiana che le garantisce ai fini della verifica del rispetto dei requisiti di cui all'art. 2412 c.c. medesimo. Anzi, al riguardo è stato anche sostenuto (Ferro-Luzzi) che la presa di coscienza di tale situazione avrebbe dovuto comportare una formulazione addirittura più severa della norma in esame tale da estenderne l'operatività in termini assoluti alle garanzie assunte per titoli obbligazionari emessi da altre società: pertanto, anche nei casi in cui la società controllante non ha emesso proprie obbligazioni.

Tali vincoli e limiti dovranno, comunque, essere fatti rispettare ed applicati anche in ogni altro Stato in cui operino le società innanzi indicate in ragione della *ratio* che li sottende e delle imperatività che li caratterizza. In particolare, tale loro rilevanza deve, quindi, estendersi sino ad incidere sulla determinazione degli effetti di eventuali garanzie prestate in eccedenza dei limiti ora indicati a prescindere dalla, o in concorso con la, legge regolatrice di tali garanzie ed a maggior ragione deve parimenti operare nella determinazione della legge regolatrice dei comportamenti dovuti dagli organi sociali in ragione di tali vincoli, a proposito dei conseguenti limiti alla eventuale distribuzione dei dividendi o riduzione del capitale sociale oltreché delle relative responsabilità.

Ed altrettanto si può affermare anche a proposito di quanto previsto dall'art. 11 della Legge in esame relativamente alle modifiche apportate all'art. 165 (con l'introduzione degli artt. da 165-*ter* a 165-*septies*) del TUF con riferimento ai rapporti ed agli obblighi che gravano sulle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati nei confronti delle loro controllate o controllanti aventi sede legale in "paradisi legali" di cui uno specifico Regolamento Consob dovrà fornire l'elenco. Si deve trattare di società che si caratterizzano per «non garantire la trasparenza della costituzione, della situazione patrimoniale e finanziaria e della gestione delle società» sulla scorta di principi equivalenti a quelli di idoneità patrimoniale ed organizzativa secondo gli standard internazionali (precisati nello stesso articolo) ai quali è ispirato l'ordinamento italiano.

In realtà, è ben vero che alcuni di tali requisiti, quali, ad esempio, quello relativo alla previsione di un capitale sociale minimo, possono essere considerati inadeguati, inopportuni o addirittura illegittimi, tenuto conto della flessibilità relativa all'esigenza di un capitale minimo delle società accolta anche da parte di ordinamenti statali appartenenti al sistema comunitario e molto avanzati nella tutela degli investitori. Ed è anche vero che la redazione di uno specifico elenco di Stati da inserire nella *black list* non sembra compito facile soprattutto a causa dell'esigenza di garantire, al tempo stesso, alle società italiane adeguata flessibilità finanziaria ed operativa simile a quella dei loro *competitor* internazionali.

Ma è altrettanto vero che la legittimità della pretesa estensione extraterritoriale di alcuni principi fondamentali per la tutela degli investitori e la trasparenza societaria previsti dalla legge italiana non sembra possa essere messa in discussione nei casi in esame, anche perché la loro applicazione potrà trovare giustificazione e legittimazione, sulla scorta dei criteri innanzi indicati a proposito dell'art. 2412 cod. civ., quantomeno allorché la presenza di una società in "paradisi legali" possa coinvolgere la situazione economico – patrimoniale e l'equilibrio finanziario di una società italiana proprio in virtù del suo controllo e del suo collegamento con società estere. E parimenti legittima appare, nella stessa prospettiva, la possibilità della Consob di esercitare su tali società estere i medesimi poteri ad essa

riconosciuti nei confronti delle società italiane anche se per essere effettivo, in alcuni casi, l'esercizio di tali poteri dovrà necessariamente avvenire previo assenso e attraverso la collaborazione delle competenti autorità straniere.

Nella stessa direzione, possono operare anche altri criteri di collegamento che conducono ad ordinamenti diversi dalla *lex societatis* della sola società emittente. Si pensi, ad esempio, alla responsabilità riconducibile ad essa per comportamenti nei confronti delle controllate straniere a mio avviso invocabile secondo la più favorevole tra le normative della *lex societatis* di quest'ultima o della legge applicabile alle società controllate oppure dell'ordinamento nazionale di eventuali altre società a qualsiasi altro titolo ad essa collegate che abbiano abusivamente sottratto risorse finanziarie di cui esse o altri si sono indebitamente avvantaggiati a danno di altre società del gruppo in tal modo impedendo loro di soddisfare i propri creditori.

In realtà, l'applicabilità al riguardo della legge della controllante al fine di valutare la responsabilità e la legittimità dei suoi comportamenti, ed in particolare di quelli ai quali essa è tenuta nei confronti delle sue controllate, è difficilmente contestabile essendo la relativa disciplina parte del suo "statuto personale". Per converso, tali aspetti fanno altrettanto parte dello "statuto personale" della società controllata. Pertanto sono riconducibili anche alla sua *lex societatis* sia le norme che determinano le condizioni di esercizio del potere di direzione e controllo da parte dei soci che in essa hanno acquisito partecipazioni rilevanti sia la disciplina relativa alla tutela ed ai limiti di disponibilità del suo patrimonio aziendale oltretutto al mantenimento dell'integrità del suo capitale sociale. Quindi, ad esempio, i creditori della società controllata potranno far valere le tutele relative al mantenimento del capitale sociale, previste dalla sua *lex societatis* consentendo così di considerare come equivalenti a capitale sociale i finanziamenti ottenuti dalla capo-gruppo, nonostante qualsiasi disposizione in senso contrario da parte della legge applicabile al rapporto di finanziamento o della *lex societatis* della controllante, proprio perché tale disciplina incide sulle caratteristiche patrimoniali essenziali dello "statuto" e della "identità personale" della società controllata (Portale).

In breve, anche ai fini della determinazione della disciplina della responsabilità della controllante nei confronti delle sue controllate o collegate, come nelle altre situazioni descritte in questo paragrafo, risulta applicabile la "better rule", nell'interesse dei soci di minoranza, dei creditori e degli investitori, tra le rispettive *lex societatis* come d'altronde risulta confermato, in ambito comunitario, dal principio internazionalprivatistico codificato nel già ricordato considerando n. 15 del regolamento sullo statuto della società europea.

## **11. Gli effetti extra-territoriali della legge italiana nei confronti delle società costituite in "paradisi legali": in particolare la legittimità del controllo del "business purpose"**

In tale prospettiva, pertanto, non pare fuori luogo - e non sembra, pertanto, che si tratti di norma di stampo leninista mai vista in un sistema capitalista (come severamente denunciato da G. Rossi) - l'art. 165 *ter* sesto comma TUF allorché prescrive che le società italiane debbano rendere noti i "business purpose" dei loro rapporti con soggetti da loro controllati e/o collegati domiciliati in Stati considerati paradisi legali. Si dovranno, così, indicare, le ragioni economico - imprenditoriali di tali rapporti oltretutto della costituzione di tali società. Obbligo che, a mio avviso, è peraltro destinato ad operare nei soli casi in cui il *business purpose* non sia *self-explaining* in funzione delle circostanze specifiche che caratterizzano l'operazione o del contenuto del rapporto. Ciò che piuttosto, in ogni caso, soprattutto rileva al riguardo è che gli organi preposti al controllo dovranno verificare l'effettività delle attività svolte nell'ambito degli Stati considerati "paradisi legali" con specifici obblighi da parte dei certificatori di chiedere alle (e diritto di ottenere dalle)

predette società le informazioni da essi ritenute necessarie, al fine di valutare l'esatta portata delle operazioni più significative.

La tematica affrontata e le tecniche accolte dalla norma in esame non sono nuove. Esse in realtà sono state impiegate sin dalla prima metà del secolo scorso, originariamente nell'ambito dell'ordinamento statunitense, in materia societaria. E già da allora l'utilizzo della prova del "*business purpose*" è stato considerato essenziale per giustificare la conclusione di determinati rapporti e la loro relativa valorizzazione in termini economici. Tale prova, d'altronde, non è altro che la spia dell'assenza di una condotta societaria contraria al principio di buona fede e lealtà non tanto nei confronti dell'ordinamento di appartenenza della società, quanto piuttosto nei confronti delle minoranze e dei creditori secondo parametri ben noti anche nel diritto del commercio internazionale. Si tratta, infatti, di utilizzare la prova in esame al fine di prevenire e sanzionare eventuali comportamenti societari pur formalmente ed apparentemente giustificabili, ma sostanzialmente rivolti a conseguire un risultato finale contraddittorio rispetto ad esigenze imperative di *corporate governance* a tutela non soltanto degli investitori non professionali, ma della società e del suo equilibrio economico – finanziario anche nell'interesse di tutti i creditori della società. Tale tecnica, d'altronde, ha trovato ampio impiego in ambito OCSE ed a proposito di materie diverse anche se rileva soprattutto nel settore tributario ai fini di prevenire e rilevare la presenza di operazioni elusive.

Quanto ora indicato, comunque, non deve comportare ingerenza nel merito della gestione sociale, e delle scelte al riguardo operate, ma garantire esclusivamente trasparenza delle ragioni poste a fondamento della costituzione delle società localizzate in "paradisi legali" e dei rapporti che gravitano nel loro ambito. Sarà, così, possibile verificare in quale misura la presenza di tali società ed i rapporti che gravitano nel loro ambito possano pregiudicare la situazione economico – finanziaria della controllante o controllata italiana o dei suoi creditori ed investitori. Ed al riguardo, si dovrà, in particolare, tener conto (a) innanzitutto, se la società controllata/collegata è realmente insediata nello stato "paradiso legale" in cui essa risulta costituita; (b) inoltre, l'effettività delle attività riconducibili a tale società, (c) il valore aggiunto delle prestazioni localizzate nello Stato di stabilimento della controllata rispetto a quelle rese direttamente da parte della controllante e (d) la possibilità di rendere compatibili con lo statuto previsto dalla *lex societatis* della controllata i principi di *corporate governance* alla base degli standard internazionali indicati nella normativa italiana e se tale possibilità è stata utilmente impiegata in particolare a tutela degli investitori e dei creditori.

## **12. Segue: Le esigenze di particolare trasparenza e completezza di informazione dei rapporti delle società italiane con le loro controllanti o controllate estere collocate in "paradisi legali"**

Sotto un differente profilo, sempre allo stesso fine di garantire la protezione degli interessi di tutti i creditori e dell'equilibrio economico – finanziario di società italiane, l'art. 165 *sexies* estende i controlli predisposti dall'ordinamento italiano alle società appartenenti ad uno Stato considerato "paradiso legale" anche in casi in cui esse siano i soggetti controllanti di società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati. Tanto che si prevede a carico degli amministratori della società italiana l'obbligo di predisporre una "specifica relazione" sui rapporti intercorrenti fra la società italiana e la "società estera controllante" altroché con le altre società appartenenti allo stesso gruppo con specifico riferimento "alle reciproche situazioni debitorie e creditorie", alle altre operazioni compiute ed in particolare alla eventuale "prestazione di garanzie per gli strumenti finanziari emessi in Italia o all'estero dai predetti soggetti".

Si perviene, in tal modo, a garantire trasparenza e completezza di informazione in merito alle operazioni finanziarie effettuate sui mercati regolamentati oltreché a riscontrare il rispetto dei vincoli e delle limitazioni volta a volta rilevanti comprese quelle di cui all'art. 2412 cod. civ. con riguardo alle società italiane. Nessuno stupore, pertanto, se analogo trattamento ed analogo relazione è prevista anche nei confronti delle, e con riguardo alle, società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati che siano anche soltanto "collegate" a società con sede in Stati considerati "paradisi legali".

Nella stessa prospettiva, appare naturale, anche se parimenti invasiva delle attribuzioni della *lex societatis*, la previsione dell'obbligo di cui all'art. 165 *quater* del TUF in virtù del quale in presenza di società controllate da società italiane aventi la sede legale in Stati considerati "paradisi legali" ci si preoccupa di poter disporre di loro bilanci "redatti secondo principi e regole applicabili ai bilanci delle società italiane o secondo i principi contabili internazionalmente conosciuti" in base ai quali possano considerarsi soddisfatti i necessari requisiti di trasparenza e di idoneità patrimoniale. Ed al riguardo, si pone a carico degli organi preposti all'approvazione ed al controllo del bilancio della società italiana la (eventuale) riformazione del bilancio della società estera in coerenza coi criteri ora indicati comprensivi di una specifica relazione sui rapporti intercorrenti fra la società italiana e la società estera controllata. In tal modo, pertanto, come d'altronde precisa l'art. 193 *bis* TUF, gli organi, a vario titolo, coinvolti nell'attestare la veridicità e la correttezza della rappresentazione della situazione patrimoniale e finanziaria delle società estere controllanti, controllate o collegate, e dei loro rapporti intercorrenti con la società italiana risultano responsabili secondo la disciplina della legge italiana, e non già secondo la normativa della *lex societatis* estera come altrimenti si verificherebbe secondo quanto dispone l'art. 25 secondo comma della l. 218/95.

Si tratta quindi di norme dotate di effetti extra-territoriali, parzialmente limitative delle esclusive attribuzioni della *lex societatis*, secondo le determinazioni indicate dall'art. 25 secondo comma l. 218/95. Tale estensione dell'ambito di applicazione della legge italiana, in realtà, si giustifica non tanto cercando di considerare "nazionali" tali società in quanto svolgono la loro attività in Italia o si può considerare che abbiano la loro sede in Italia, bensì sulla scorta dei criteri indicati nel precedente paragrafo alla stessa stregua di quanto si verifica in molte *securities laws* tra le quali, in particolare, il recente *Sarbanes-Oxley Act* statunitense. Queste ultime, infatti, soprattutto nell'esperienza vissuta negli ultimi anni, si caratterizzano proprio per risultare legittimamente invasive rispetto alla disciplina dello statuto e della *corporate governance* delle società che viene progressivamente sottratta all'esclusiva competenza degli Stati di loro appartenenza per essere assorbita dalla disciplina, destinata a prevalere su tali competenze, della normativa dei mercati finanziari comprensiva della disciplina sugli organi amministrativi e di controllo delle società oltreché sulla loro responsabilità e sulle modalità di redazione e diffusione dei bilanci.

Tali misure, pertanto, appaiono legittime, anche sulla scorta delle tendenze che si sono affermate nei vari mercati finanziari, oltreché non discriminatorie e proporzionate rispetto al trattamento che deve essere riservato, secondo le norme di diritto comune, sia alle obbligazioni estere, (pur se già presenti su un mercato regolamentato europeo o di uno Stato nei confronti del quale vige un analogo regime di fiducia e reciproco riconoscimento) sia alle società estere. Peraltro, l'effettiva attuazione nei casi ora indicati, della disciplina italiana attraverso l'esercizio, da parte della Consob, nei confronti delle società estere degli stessi poteri previsti nei confronti delle società italiane potrà avvenire, ancora una volta, con carattere di effettività solamente attraverso il consenso delle competenti autorità straniere oppure attraverso la loro diretta collaborazione sulla base di accordi di cooperazione con esse (art. 165-*septies* TUF). E tale circostanza, ovviamente, costituisce un limite all'effettività della disciplina ora indicata.

### **13. La conferma della progressiva tendenziale ingerenza della *lex mercatus* sulla *corporate governance* delle società: l'esempio dei patti parasociali e delle partecipazioni reciproche. La difficoltà del loro *enforcement***

Le disposizioni ora ricordate confermano, così, una tendenza, già rintracciabile nel nostro ordinamento, a proposito dell'ammissione di titoli di emittenti di diritto estero alla quotazione sul mercato italiano, rivolta ad estendere l'applicazione dei principi alla base della normativa italiana in tema di *corporate governance* (o quantomeno a garantire che un effetto equivalente ad alcuni valori da essa tutelati sia realizzato dalla *lex societatis* applicabile) nei confronti di società straniere allorché il loro andamento può condizionare la valutazione di titoli presenti sul mercato italiano e nei confronti di società italiane con titoli quotati sui mercati regolamentati. In tal senso, pertanto, la legge italiana tende ad affermare la propria efficacia extra-territoriale alle società straniere non solo quale disciplina attinente al regolamento dei rapporti dei titoli che sono eseguiti sul mercato nazionale, ma anche quale *lex societatis* in quanto società italiane controllano, sono controllate o sono collegate a società estere. Ed al riguardo la giustificazione di tale scelta consiste nell'esigenza di affermare imperativamente valori e principi che giustificano la loro incidenza ed operatività sull'organizzazione e sulla disciplina dei mercati regolamentati su cui sono indirettamente presenti tali società quali soggetti emittenti.

I principi ed i criteri sono quelli adottati anche nella maggior parte di ordinamenti stranieri e da ultimo accolti anche nel *Sarbanes-Oxley Act* che, secondo quanto innanzi accennato, non esita ad assoggettare alle regole del mercato statunitense anche la struttura di *corporate governance* delle società straniere che desiderano esservi ammesse alla quotazione. Con la precisazione che tali regole comprendono non solo quelle adottate in virtù di leggi o regolamenti delle competenti Autorità, ma anche le cosiddette *best practices* la cui vincolatività consegue dalla loro accettazione diretta da parte delle società interessate ovvero attraverso la loro accettazione indiretta in virtù dell'adesione delle società interessate all'ente (normalmente associativo) preposto alla gestione del mercato che vincola i suoi associati ad osservare le regole volta a volta da esso adottate.

Anche grazie a quest'ultima tecnica, come già accennato, non è certo inusuale che la legge del mercato effettivamente si ingerisca anche nella disciplina di alcuni aspetti delle società controllate e controllanti del soggetto emittente straniero. Ne costituisce un esempio particolarmente significativo la scelta abitualmente operata da parte degli Stati di estendere la propria disciplina ai rapporti societari intercorrenti tra società nazionali o con riferimento alla determinazione della soglia di partecipazione in emittenti, anche straniere, in quanto esse sono quotate nel mercato nazionale. E parimenti la *lex mercatus* si preoccupa di estendere la propria disciplina relativa alla *governance* ed agli eventuali patti parasociali di controllate o controllanti anche di società straniere sempre in quanto quotate nel mercato nazionale determinandone così gli effetti quantomeno in tale ambito spaziale. Significativo al riguardo è l'esempio dell'estensione della disciplina della legge dello Stato del mercato ai vincoli ed ai limiti relativi alle cosiddette partecipazioni reciproche tra controllante e controllata, con particolare riguardo agli effetti che ne conseguono, sulla *corporate governance* della società quotata, anche se la società estera controllante appartiene ad uno Stato che non esclude tali partecipazioni reciproche.

Si può, pertanto, osservare che l'esercizio del potere normativo da parte dello Stato del mercato su materie che pur rientrano nella, e/o incidono sulla, *corporate governance* di società straniere, non può essere negato. La caratteristica delle relative disposizioni quali norme di applicazione necessaria e/o alle quali è stata prestata specifica adesione nella consapevolezza che si tratta di disposizioni essenziali ai fini dell'organizzazione e della disciplina del mercato, oltreché la loro legittimazione territoriale, infatti, ne giustificano ampiamente l'operatività. Peraltro, con specifico riguardo all'effettività del loro modo di

incidere sulla disciplina della *corporate governance* di tali società, essa appare facilmente ottenibile in occasione dell'ammissione alla quotazione; non altrettanto dopo che l'emittente è stata quotata. In realtà, in tale situazione l'eventuale sanzione del *de-listing*, pur possibile, rischia di penalizzare lo stesso mercato ed in particolare gli investitori che in esso hanno operato. Appare, pertanto, opportuno cercare, piuttosto, di utilizzare forme di collaborazione e cooperazione con le Autorità degli altri Stati in cui è presente la società quotata (in caso di *cross listing*) o le società che la controllano o con le Autorità degli Stati dei quali la società ha la nazionalità. Inoltre si può prevedere un diretto coinvolgimento della responsabilità degli amministratori delle società emittenti rispetto a determinati comportamenti ed a specifici obblighi di trasparenza relativamente alle società da esse controllate o dalle quali sono controllate, allorché nei loro confronti l'*enforceability* di alcuni principi di *corporate governance* non è favorita dalla loro *lex societatis*. Ed è appunto in tale direzione che sono rivolte le norme adottate dalla recente legge per la tutela del risparmio, come innanzi precisato della cui legittimità, pertanto, non sembra si possa dubitare.

#### **14. L'ambito di applicazione della legge italiana relativamente agli obblighi informativi ed alla garanzia di solvenza su titoli negoziati sul mercato italiano**

Per quanto riguarda, infine, l'estensione dell'ambito di applicazione della legge italiana con riferimento agli obblighi informativi di prodotti finanziari rivenienti da sollecitazioni all'investimento su titoli emessi all'estero e successivamente rinegoziati in Italia è altrettanto indubbia la legittimità della disciplina introdotta con l'art. 100 *bis* TUF dalla recente legge sulla tutela del risparmio e sulla disciplina dei mercati finanziari. Infatti, gli obblighi informativi in tale sede previsti riguardano un aspetto di modalità delle compravendite di prodotti finanziari sul mercato italiano. Pertanto, la legge italiana è giustificata sia ad intervenire nelle "regole" relative a tali modalità in quanto si tratta di rapporti conclusi nell'ambito e con effetti sul mercato nazionale sia a determinare gli obblighi dei soggetti che su tale mercato operano in qualità di erogatori di servizi finanziari di investimento in virtù di specifica riserva.

L'obbligo di presentare il prospetto informativo di cui alla norma in esame e gli effetti che dal mancato adempimento a tale obbligo conseguono non riguarda, quindi, la disciplina del titolo, bensì un requisito ritenuto essenziale nell'ambito delle modalità di conclusione ed esecuzione del contratto di compravendita di titoli sul mercato italiano, il cui contenuto relativo al sottostante rapporto, la cui circolazione, e le cui condizioni di trasferibilità, peraltro, dovranno continuare ad essere regolate sulla scorta della legge dello Stato in cui il titolo è stato emesso che, tra l'altro, risulta applicabile anche ai fini della disciplina del rapporto principale in esso incorporato.

Sotto questo ultimo profilo, quindi, la previsione dell'obbligo di "prospetto informativo" di cui all'art. 100 *bis* par. 2 del TUF sembra coerente sia con i principi di diritto internazionale privato sia con le condizioni in presenza delle quali è consentito prevedere limitazioni alla libera circolazione di prodotti e/o servizi finanziari in ambito europeo, trattandosi di modalità relative alla loro vendita sul mercato italiano non discriminatorie rispetto a quelle previste per l'immissione sul mercato dei corrispondenti titoli nazionali e giustificate da esigenze di protezione del particolare interesse degli investitori. Tanto è vero che l'obbligo di predisporre "il prospetto informativo" grava specificamente sull'intermediario e non incombe sull'emittente allorché quest'ultimo non sia tenuto a redigerlo avendo emesso prodotti finanziari destinati ad investitori professionali. Quindi, sono soltanto gli intermediari finanziari che devono provvedere alla formulazione del prospetto qualora intendano vendere ad investitori non professionali prodotti finanziari destinati, al momento della loro emissione, esclusivamente ad investitori professionali.

Ed altrettanto giustificata appare la garanzia di solvenza dell'emittente prevista a carico degli "investitori professionali" che trasferiscono prodotti finanziari esteri, rivolti ai soli investitori istituzionali, allorché questi ultimi operano negoziando tali titoli sul mercato italiano degli investitori non professionali ai quali non siano state date le dovute informazioni al riguardo rilevanti (di cui dovrà essere fornita adeguata prova) da parte degli intermediari, anche quando la vendita sia stata effettuata su richiesta dell'acquirente.

Naturalmente se già esiste un prospetto adottato all'estero se ne dovrà, in ogni caso, tenere conto considerandolo equivalente a quello previsto dalla norma in esame se esso è redatto secondo i criteri coerenti con i requisiti richiesti dalla legge italiana. Circostanza che sicuramente ricorre allorché il prospetto è redatto secondo i criteri previsti dall'ordinamento comunitario in virtù del c.d. "passaporto unico", come d'altronde precisato nei principi di cui all'art. 12, par. 3, lettera (g) relativi al recepimento della direttiva 2003/71/CE sul prospetto per l'offerta pubblica e per l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari.

Restano, naturalmente, salve le ipotesi in cui si tratti di prospetto redatto in lingua che risulti difficilmente accessibile ad un investitore non professionale. In tal caso, infatti, potrà essere richiesta la consegna della sua traduzione. Altrimenti, se ne dovrà redigere una "nota di sintesi" in lingua italiana, secondo le indicazioni che risultano dalla Legge in esame, ed in particolare con riferimento a quanto disposto all'art. 12, par. 3, lett. (n), sub (1), che dovrà caratterizzarsi per il suo contenuto più essenziale rispetto a quello richiesto ai fini della sollecitazione del risparmio o della quotazione di titoli sul mercato italiano.

I profili, che, con riferimento all'innanzi citato art. 100 *bis* TUF, lasciano perplessi riguardano piuttosto il limite temporale posto alla garanzia della solvenza dell'emittente che, come risulta chiaramente dalla norma in esame, è ridotto a dodici mesi, decorrenti non già dalla cessione dei prodotti finanziari agli investitori non professionali, bensì dalla loro emissione. Infatti, come è stato esattamente osservato (G. Rossi) "difficilmente il *default* dell'emittente riguarda strumenti finanziari emessi negli ultimi dodici mesi". Molto più frequentemente la situazione di crisi e squilibrio finanziario, anche se già presente, emergerà ben oltre l'anno dall'emissione dei prodotti finanziari. Anche in tal caso, peraltro, a mio avviso, si deve ritenere che la garanzia in esame possa essere invocata, essendo sufficiente provare che, in realtà, gli eventi che hanno provocato l'insolvenza della società erano già presenti nell'anno successivo all'emissione. Infatti, secondo quanto precisato da una parte della dottrina, la soluzione che preveda la possibilità di invocare l'accennata garanzia solo se durante l'anno dell'emissione sia intervenuta una vera e propria dichiarazione formale di insolvenza da parte dell'autorità competente al riguardo, risulta contraria alla *ratio* ed alla funzione che la norma assegna alla garanzia in esame, tenuto conto dei tempi necessari per l'adozione del formale provvedimento innanzi indicato e delle diverse modalità e criteri al riguardo previsti nei vari ordinamenti in cui può essere adottato. Sembra, quindi, sufficiente, per poter invocare la garanzia in esame, che nell'ambito temporale di un anno dall'emissione si siano manifestate le condizioni dell'insolvenza della società.

Ma anche altri profili interpretativi della norma in esame restano irrisolti. Ad esempio, potranno gli investitori professionali ed intermediari finanziari tenere nel proprio portafoglio i prodotti finanziari in esame per un anno per poi collocarli sul mercato degli investitori non professionali senza rischi? Ed ancora, la garanzia riguarda il valore della cessione oppure il valore nominale ed in quale rapporto essa si pone con l'art. 2412, secondo comma, cod. civ.? E' comunque certo che a questi e ad altri problemi applicativi delle garanzie in esame si dovrà dare un'adeguata risposta attraverso gli opportuni interventi da parte delle competenti autorità che dovranno tenere adeguatamente conto dei profili internazionalistici e comunitari della materia per evitare che la disposizione in esame sia una semplice norma manifesto o di bandiera alla quale non corrisponde una reale

incidenza normativa dotata di effettività a favore degli investitori non professionali da parte della legge del mercato.

Nessun dubbio, comunque, in merito alla natura delle norme in esame quali disposizioni di applicazione necessaria rivolte a garantire un mercato finanziario adeguatamente protetto e/o informato con riguardo alle operazioni che nel suo ambito sono concluse ed eseguite e, quindi, rivolte a disciplinare il suo buon funzionamento. In tale prospettiva, pertanto, esse non solo risultano legittimamente adottate, ma dovranno essere adeguatamente applicate (ad esempio, in virtù dell'applicazione del principio di cui all'art. 7.1 della Convenzione di Roma sulle obbligazioni contrattuali) anche se il giudice dovesse essere localizzato in un ordinamento diverso da quello italiano e la legge applicabile all'operazione di cessione dei prodotti finanziari non fosse quella italiana.

### **15. I difficili equilibri tra *lex societatis* e legge del mercato: l'esigenza di soluzioni uniformi in ambito comunitario e di un ruolo effettivo della C.E. e degli Stati nel regolare l'ordine del mercato**

Da quanto esposto risulta che l'esclusiva competenza della *lex societatis* delle società emittenti può subire importanti condizionamenti, anche sulla cosiddetta *corporate governance*, e sulla circolazione dei suoi titoli, da parte di altre *lex societatis* oltreché in particolare dalla *lex mercatus*. Ne risulta, quindi, uno scenario nel quale la legge che regola lo "statuto" personale della società garantisce solo certezza di continuità della sua personalità giuridica, mentre per quanto riguarda la sua disciplina anche la legge del mercato (che si impone in funzione della tutela di specifiche esigenze degli investitori), e per il suo tramite anche altre *lex societatis* diverse da quella dello Stato di sua costituzione, spesso comportano possibili effetti sulla sua *corporate governance* e sulla negoziazione dei suoi titoli.

Evidentemente, l'incidenza della "legge del mercato" come ampiamente argomentato nei precedenti paragrafi, sarà meno incisiva rispetto alla *lex societatis* in presenza di una loro comune partecipazione ad un unico sistema normativo integrato secondo principi comuni di *corporate governance* (come si verifica a livello comunitario) o secondo comuni regole di disciplina del mercato dei prodotti finanziari, soprattutto se in tale sede si provvede ad indicare i confini dei rispettivi ambiti di applicazione delle residue norme al riguardo rilevanti. Tanto più se, come accade all'interno del sistema comunitario, esistono anche specifiche garanzie rivolte ad ottenere il "mutuo riconoscimento" degli atti adottati nei mercati regolamentati oltreché ad evitare la duplicazione di formalità ad essi relativi ed a garantire la libera circolazione dei prodotti finanziari.

È anche sulla scorta di questa consapevolezza e degli esiti che si produrranno nella pratica che dovranno essere valutate l'effettività o la velleitarietà della disciplina normativa in esame e delle specifiche tecniche da essa impiegate per estendere i suoi effetti anche su comportamenti di società estere ed in particolare di società appartenenti a Stati comunitari. Saranno, così, gli esiti della pratica relativa alla sua applicazione la migliore verifica dell'utilità effettiva della complessa normativa di vario grado che è stata, e che sarà ulteriormente, adottata al fine di determinare l'esatto confine della reale incidenza sul diritto societario e sulla disciplina della circolazione e negoziazione dei titoli della legge del mercato rispetto alle varie *lex societatis* oltreché le tecniche per contemperarne le rispettive esigenze.

Solo in tal modo, pertanto, sarà possibile, da un lato, fornire maggiori certezze e precisi contenuti a tali rapporti (sia con riferimento al sistema normativo di diritto comune sui conflitti di leggi, sia con riferimento a quello di diritto comunitario) e, dall'altro, verificare se la pretesa della legge del mercato di incidere su alcuni aspetti della *corporate governance* si rivelerà un'illusione oppure sarà caratterizzata da effettività. È certo, comunque, che qualora a quest'ultimo riguardo il ruolo degli Stati o del sistema comunitario dovesse

rivelarsi un'illusione, la loro funzione del determinare l'ordine del mercato risulterà definitivamente pregiudicata rafforzando il ruolo degli affari e dei soggetti ad essi interessati a scegliere senza vincoli, e pertanto a determinare, il modello organizzativo delle società e la disciplina ad esse applicabile, anche quando tali società operano sui mercati regolamentati.

#### NOTA BIBLIOGRAFICA

La particolare circostanza della redazione del presente lavoro giustifica la mancanza di specifici riferimenti bibliografici. Si ritiene comunque di menzionare quanti utilizzati per l'elaborazione del presente lavoro:

- sul tema del diritto internazionale privato delle società, con particolare riferimento all'ambito di applicazione della *lex societatis*, cfr. T. BALLARINO, *La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica*, in Trattato delle società per azioni, diretto da Colombo e G. B. Portale, vol. 9, parte 1°, Torino, p. 3 ss.; M.V. BENEDETTELLI, *La legge regolatrice delle persone giuridiche dopo la riforma del diritto internazionale privato*, in *RS*, 1997, p. 101 ss.; ID., *Brussels I, Rome I and issues of company law*, in J. MEUSEN, M. PERTEGÁS and G. STRAETMANS (eds.) *Enforcement of International Contracts in the European Union*, 2004, p. 225 ss.; ID., «Corporate governance», *mercati finanziari e diritto internazionale privato*, in *RDIPP*, 1998, p. 713 ss.; F. CAPOTORTI, *Lezioni di diritto internazionale privato – Parte speciale: la capacità*, Bari, 1966, p. 53 ss.; S.M. CARBONE, *La riforma societaria tra conflitti di leggi e principi di diritto comunitario*, in *DCI*, 2003, p. 97 ss.; D. DAMASCELLI, *I conflitti di legge in materia di società*, Bari, 2004; P. KINDLER, *Aspetti essenziali di un futuro regolamento comunitario sulla legge applicabile alle società*, in *RDIPP*, 2006, p. 658 ss.; P. J. KOZYRIS, *Corporate Wars and Choice of Law*, in *DukeLJ*, 1985, p. 1 ss.; Y. LOUSSOUARN, M. TROCHU, *Conflits de lois en matière de sociétés*, in *Editions du Juris-Classeur*, 1997, p. 1 ss.; R. LUZZATTO, C. AZZOLINI, *Società (nazionalità e legge regolatrice)*, in *DigComm.*, vol. XIV, Torino, 1997, p. 136 ss.; R. LUZZATTO, *Stato e capacità delle persone*, in *Problemi di riforma del diritto internazionale privato italiano*, a cura del Consiglio nazionale del Notariato, Milano, 1986; F. MUNARI, *Riforma del diritto societario italiano, diritto internazionale privato e diritto comunitario: prime riflessioni*, in *RDIPP*, 2003, p. 29 ss.; G. PARLÉANI, *La mise en concurrence des législations nationales des États membres de l'Union Européenne pour constituer dans l'un des d'eux une société inactive, qui agira dans un autre pays de l'Union par une succursale concentrant toute l'activité, n'est pas fraude au droit de l'État de la succursale*, in *RS*, 1999, p. 391 ss.; F. PERNAZZA, *I modelli di organizzazione ex D. Lgs. n. 231/2001 e le società estere: il caso Siemens AG*, in *Le Società*, 2004, p. 1275 ss.; P. PICONE, *Diritto internazionale privato delle società e riconoscimento di Anstalten e Treuunternehmen nell'ordinamento italiano*, in *Comunicazioni e Studi dell'Istituto di Diritto internazionale e straniero dell'Università di Milano*, Milano, 1978, p. 83 ss.; S. RAMMELOO, *Corporations in Private International Law. A European Perspective*, Oxford, 2000; J. W. SALACUSE, *Corporate Governance, Culture and Convergence: Corporations American Style or with a European Touch?*, in *EBLR*, 2003, p. 471 ss.; A. SANTA MARIA, *Spunti di riflessione sulla nuova norma di diritto internazionale privato in materia di società e altri enti*, in *RS*, 1996, p. 1092 ss.; ID., *Voce Società VII Diritto internazionale privato*, in *EG*, Roma, 1998; F. SEATZU, *Sulla nuova disciplina delle società nel diritto internazionale privato italiano*, in *Gcomm.*, 1997, p. 830 ss.;

- sul tema della libertà di stabilimento delle società nell'ambito del diritto comunitario e nei relativi mercati finanziari, cfr. T. BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella Comunità europea. Da Daily Mail a Überseering: norme imperative, norme di conflitto e libertà comunitarie*, in *RS*, 2003, p. 669 ss.; M.V. BENEDETTELLI, *Libertà comunitarie di circolazione e diritto internazionale privato delle società*, in *RDIPP*, 2001, p. 569 ss.; ID., *Diritto internazionale privato delle società ed ordinamento comunitario*, in P. PICONE (ed.), *Diritto internazionale privato e diritto comunitario*, Padova, 2004, p. 205 ss.; J. B. BLAISE, *Une cohabitation difficile: nationalité des sociétés et libre établissement dans la Communauté européenne*, in *Souveraineté étatique et marchés internationaux: à la fin du 20ème siècle. A propos de 30ans de recherche du CREDIMI, Mélanges en l'honneur de Ph. Kahn*, Paris, 2000, p. 593 ss.; S.M. CARBONE, *La corporate governance della Società europea nel regolamento n. 2157/2001: tra norme materiali uniformi e tecniche di diritto internazionale privato*, in *DCI*, 2002, p. 133 ss.; M. COLANGELO, *Da Centros a Inspire Art. Libertà d'impresa e competizione regolamentare nella più recente giurisprudenza comunitaria*, in *CeIE*, 2003, p. 1220 ss.; M. GESTRI, *Mutuo riconoscimento delle società comunitarie, norme di conflitto nazionali e frode alla legge; il caso Centros*, in *RDI*, 2000, p. 71 ss.; K. HOPT, *Company Law in the European Union: Harmonisation and/or Subsidiarity?*, in *ICCL*, 1999, p. 41 ss.; K. LIPSTEIN, *The Law relating to the Movement of Companies in the European Community*, in *Mansel für Erik Jayme*, 2004, Bd. 1, p. 527 ss.; S. LOMBARDO, *La libertà comunitaria di stabilimento delle società dopo il «caso Überseering»: tra armonizzazione e concorrenza fra ordinamenti*, in *BBTC*, 2003, I, p. 457 ss.; E. MICHELER, *Recognition of Companies Incorporated in other EU Member States*, in *ICLQ*, 2003, p. 521 ss.; G. B. PORTALE, «Armonizzazione» e «Concorrenza» tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in AA.VV., «Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali», a cura di G.F. CAMPOBASSO, I, Milano, 2003, p. XIII ss.; ID., *La riforma delle società di capitali tra diritto comunitario e diritto internazionale privato*, in *EDP*, 2005, p. 101 ss.; L. E. RIBSTEIN, *Cross-Listing and Regulatory Competition*, in *RLE*, 2005, p. 97 ss.; W.H. ROTH, *From Centros to Überseering: Free Movement of Companies, Private International Law, and Community Law*, in *ICLQ*, 2003, p. 181 ss.; E. WYMEERSCH, *Il trasferimento della sede della società nel diritto societario europeo*, in *RS*, 2003, p. 723 ss.; J. WINTER, *EU Company Law on the Move*, in *LIEI*, 2004, p. 99 ss.;

- sul conflitto, in tema di legge regolatrice dei mercati finanziari, tra la *lex societatis* e la *lex mercatus*, cfr. J. BASEDOW, *Conflicts of economic regulation*, in *AJCL*, vol. XLII, n. 2; M.V. BENEDETTELLI, *Mercato comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano*, in *RS*, 2003, p. 699 ss.; S.M. CARBONE, *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e mercati nazionali*, in *RS*, 2000, p. 457 ss.; J. R. CROOK, *SEC efforts to mitigate jurisdictional conflicts under Sarbanes-Oxley Act*, in *AJIL*, vol. 99, n. 2, p. 493 ss.; G. FERRARINI, J.P. HOPT, E. WYMEERSCH (eds.), *Capital Markets in the Age of the Euro*, The Hague - London - New York, 2002; G. FERRARINI (ed.), *European Securities markets, The Investment Services Directive and Beyond*, London - The Hague - Boston, 1998; G. ROSSI, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *RS*, 2006, p. 1 ss.; M.M. SIEMS, *Shareholders, Stakeholders and the "Ordoliberalism"*, in *EBLR*, 2002, p. 139 ss.; L.K. STEIL, *Effective Public Policy in a World of Footloose Finance*, in *STEIL International Financial Market Regulation*, Chichester - New York - Brisbane - Toronto - Singapore, 1994, p. 1 ss.; J.P. TRACHTMAN, *Recent Initiatives in International Financial Regulation and Goals of Competitiveness, Effectiveness, Consistence and Cooperation*, in *NWJIL&B*, vol. 12, 1991, p. 241 ss.