

Lukas Plattner

**Divergenze tra diritto societario armonizzato e norme nazionali: i fenomeni di
“gold plating” e di “aggiramento” del diritto UE (*)**

Courmayeur, 23 settembre 2022

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

1. Definizione di *gold plating*

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

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

Va detto che il *gold plating*, non è assimilabile a una misura di recepimento in aperto contrasto con la normativa UE e perciò illegittima e soggetta alle procedure

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

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

di infrazione, ma può essere causa di arbitraggi normativi, concorrenza tra ordinamenti e corse al ribasso (o al rialzo) ⁽²⁾, diventando così un elemento di attrazione o dissuasione per lo stabilimento di imprese, per investimenti finanziari, per l'appetibilità del mercato nazionale. Può in ultima istanza essere di serio ostacolo alla creazione di un reale mercato unico dei capitali ⁽³⁾.

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

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

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

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

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

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

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

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

⁽⁶⁾ Comunicazione, *Better regulation: joining forces for better laws* (2021); *Communication on Identifying and Addressing Barriers to the Single Market* (2020). La Commissione UE, anche con specifico riferimento alle

L'UE potrebbe certo eliminare o quanto meno ridurre in via radicale il *gold plating* passando da direttive ad armonizzazione minima a direttive ad armonizzazione massima (o completa) o a regolamenti. Il terreno del diritto societario come sappiamo è però particolarmente complesso, come anche emerso dagli interventi che mi hanno preceduto, e sono molteplici le voci che suggeriscono di procedere con molta attenzione e prudenza nella ricerca dell'armonizzazione a tutti i costi ⁽⁷⁾.

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

E forse altri passi potranno essere fatti. Uno di questi potrebbe riguardare l'introduzione, che pare avvicinarsi, di una disciplina comune in tema di diritto di voto multiplo nelle società quotate ⁽⁸⁾.

Quanto a queste ultime la speranza è che il *Listing Act* in corso di elaborazione da

PMI, non ha mancato di sottolineare la difficoltà per la stessa di individuare e rimuovere le disposizioni nazionali di attuazione affette da *gold plating* raccomandando al contempo agli Stati membri di provvedere in merito (v. anche Comunicazione Individuare e affrontare le barriere del mercato unico (2021)

⁽⁷⁾ Enriques, 2006, 2015, 2016; *European Company Law Expert*, Ferrarini et al. 2012. Va anche ricordato che spesso i negoziati delle direttive di armonizzazione minima sono inevitabilmente influenzati comportamenti opportunistici delle Stati membri che possono essere spinti ad accettare un livello (minimo) di armonizzazione, già consapevoli che, non essendo riusciti a convincere altri Stati membri ad aderire a norme più stringenti, adotteranno al loro interno requisiti più rigorosi o manterranno quelli già esistenti, Commission Staff Working Document – "Report on more stringent national measures" concerning Directive 2004/109/EC".

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

parte della Commissione porti a una coraggiosa semplificazione illuminata dalla proporzionalità per le PMI.

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

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

Non mi addentrerò oltre su questo argomento in quanto esula dal compito assegnatomi. Sentiremo questo pomeriggio delle ricche relazioni sulle direttive da attuare e i lavori in corso.

3. Disciplina domestica

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

- l'introduzione o il mantenimento di requisiti, standard, obblighi e oneri non strettamente necessari per l'attuazione delle direttive;
- l'estensione dell'ambito soggettivo od oggettivo di applicazione delle regole rispetto a quanto previsto dalle direttive, ove comporti maggiori

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

oneri amministrativi per i destinatari;

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

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

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

Da ultimo ricordiamo che l'azione amministrativa di Banca d'Italia e Consob nell'ambito della regolamentazione del diritto dei mercati deve essere orientata dal "*riconoscimento del carattere internazionale del mercato finanziario e salvaguardia della posizione competitiva dell'industria italiana* ex art. 6, comma 1, lett. (c) TUF. Sul punto bisognerebbe anche guardare al più generale sistema della Pubblica Amministrazione e della *governance* delle Autorità di Vigilanza, che non può più essere una fonte di svantaggio competitivo nei confronti di altri Paesi ⁽¹²⁾.

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

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

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

⁽¹²⁾ V. da ultimo sulla governance di Consob si vedano i contributi di Costi e Vella e di Plattner e Vismara, Consultazione Libro Verde MEF (2022), disponibili https://www.dt.mef.gov.it/it/dipartimento/consultazioni_pubbliche/consultazione_libro_verde.html; v anche ESMA, *peer review* ESMA, 21 luglio 2022, su scrutinio e approvazione dei prospetti.

le imprese e, in particolare, le PMI.

4. Casi di *gold plating*

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

Alcuni esempi (ne ho contati oltre 40):

- Alcuni aspetti diritto societario (dir. 1132/2017) - capitale sociale - v. 2327, cod. civ., ora 50.000 euro per le S.p.A. può essere adottato un criterio proporzionale per le S.p.A. PMI? Ricordo che la soglia minima è di 25.000 euro (art. 45, 1, direttiva 1132/2017) e la disciplina delle operazioni straordinarie quali raccolta capitale di rischio (quorum da ridurre, 2368, comma 2), riduzione del capitale volontaria (quorum da ridurre e termini, 2445, cod. civ.), riduzione per perdite (che come indicato dal Prof. Ferri poco fa potrebbe essere rivista in chiave *vintage*) conferimenti in natura (oggetto di plurimi interventi non coordinati e mancata deroga ex art. 49, 4, 1132/2017), fusioni/scissioni (termini e procedura es. 60 giorni per opposizione a creditori o pubblicazioni in GU), azioni proprie (2357, cod. civ., limite quantitativo da incrementare, il problema della manipolazione è ampiamente superato da MAR ed estensione durata massima autorizzazione a 5 anni, v. art. 61 della direttiva).
- Shareholder Rights Directive - (direttiva UE 2007/36) – estensione della disciplina operazioni con parti correlate agli emittenti diffusi ex art. 2391-*bis*, cod. civ.; voto vincolante su politica remunerazione (123-*ter*, comma 3-*ter*, TUF), indicazione compensi società collegate (123-*ter*, comma 4, (b), TUF); identificazione soci dietro richiesta minoranza (83-*duodecies*, comma

3, TUF)⁽¹³⁾; e si vedano anche le preoccupazioni espresse da autorevole dottrina circa il controllo correttezza sostanziale OPC da parte di Consob che può aprire il cammino per uno scrutinio in via amministrativa della *business judgement rule* (14).

- OPA – (direttiva 25/2004) contenuto documento di offerta più ampio (v. allegato 4, re. Emittenti vs. art. 6, comma 3, TD); *squeeze-out* da 95% a 90% (111 TUF, v. art. 15, direttiva 25/2004), v. Loi Pacte (2019) che ha ridotto la soglia dal 95% al 90% per limitare comportamenti opportunistici di una risicata minoranza; OPA da consolidamento (106, TUF, fattispecie non prevista da 25/2004, va ripensata?).
- Transparency (direttiva 109/2004):_obblighi di comunicazione trimestrali delle operazioni effettuate in presenza del parere contrario comitato OPC (art. 7, comma 1, lett. (g), reg. OPC Consob vs. art. 5, c. 4 TD e art. 4, c. 1, dir. 2007/14/CE); convocazione dell’assemblea a mezzo stampa (art. 2366 cod. civ. e art. 113-ter, TUF, rispetto agli obblighi di comunicazione delle informazioni regolamentate v. art. 21, comma 1, e considerando 8 TD); contenuto dell’avviso di convocazione (art. 127-quater, TUF vs. art. 17, comma 2, lett. da (a) a (d) TD) la responsabilità del dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari ai sensi dell'art. 154-bis TUF (v. art. 7, TD, ma art. 3, comma 1, che permette estensione ma solo 5 Stati membri hanno esteso responsabilità); non perfetta sovrapposibilità delle soglie delle partecipazioni rilevanti (art. 117, RE, Consob e art. 9 TD, 3% (scoraggia istituzionali) e 90%); modalità di comunicazione delle

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

(14) Marchetti, op. cit., p. [●].

partecipazioni rilevanti a Consob (v. allegato 4 vs art. 12, comma 1, lett. da (a) a (d)); impianto sanzionatorio (192-*bis*, 192-*quinquies*, 193 TUF, che non pare proporzionato, come richiesto da art. 28, TD).

- MAR (reg. UE 596/2014) - doppio binario sanzioni amministrative e penali (ma v. Corte cost. 149/2022 in tema di diritto d'autore che speriamo possa portare a un profondo ripensamento del sistema sanzionatorio); art. 114, comma 7, TUF rispetto all'applicazione di MAR agli azionisti di controllo o con più del 10% (non certamente applicabile agli emittenti MTF ma il punto va chiarito v. art. 114, comma 12, TUF), che forse potrebbe essere ripensato alla luce del *glod plating* permesso dalla direttiva Trasparenza (v. 120, 4-bis, TUF, e considerando 12 su dichiarazione intenzioni); artt. 110 e 111 Regolamento Emittenti, che, forse per un difetto di coordinamento, paiono imporre ulteriori obblighi informativi agli emittenti MTF;
- Prospetto - (reg. 2017/1129) la responsabilità del responsabile del collocamento (art. 94, comma 7, TUF); applicazione poteri Consob ex art. 115 TUF nei confronti dei soggetti controllanti e controllati dell'emittente e degli offerenti o alle persone che chiedono l'ammissione alle negoziazioni (art. 97, comma 1 e art. 113, comma 1, lett. f, TUF) (Assonime). V. però Delibera n. Consob 22423/2022 dello scorso luglio (prospetto in inglese, istruttoria, *prefiling* anche su indicazioni ⁽¹⁵⁾);
- Bilancio – Divieto adozione IFRS per società che possono redigere bilancio semplificato ⁽¹⁶⁾

A mio avviso la quasi la totalità di questi casi pare motivata da un eccesso di

⁽¹⁵⁾ ESMA *peer review* ESMA, 21 luglio 2022, su scrutinio e approvazione dei prospetti da parte della NCA ove vengono raccomandate delle semplificazioni rispetto al funzionamento dell'Autorità di Vigilanza ove sono contenute diverse raccomandazioni rispetto al procedimento approvazione del prospetto in Italia e alla *governance* di Consob.

⁽¹⁶⁾ D. Lgs. 38/2005, art. 4, comma 6.

tuziorismo. Spesso sembra avere la meglio nel legislatore italiano un istinto spontaneo di precauzione con disposizioni introdotte nell'ordinamento in modo non sistematico ma, piuttosto, a mezzo di interventi legislativi occasionali e non organici, in risposta talvolta a crisi e scandali di varia natura ed entità mediatica ⁽¹⁷⁾.

5. Quo vadis?

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

La soluzione non può che essere un robusto, rapido (e coraggioso) intervento legislativo ⁽¹⁸⁾ volto a modernizzare e semplificare il diritto societario e dei mercati finanziari e l’auspicio è che questa sia una delle priorità del prossimo Governo. Nel 2023 la riforma del Codice Civile compirà vent’anni, mentre il Testo Unico della Finanza i suoi venticinque anni.

Gli appelli in tal senso si susseguono e sono stati oggetti anche di un articolo di lunedì del Financial Times ⁽¹⁹⁾.

Per la verità nel nostro Paese gran parte del lavoro è già stato fatto dal Governo in carica e, in particolare, dalla Direzione V - Regolamentazione e Vigilanza del Sistema Finanziario del MEF, diretta da Stefano Cappiello, che ha pubblicato a inizio anno il Libro Verde intitolato *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita* (febbraio 2022), che ha ricevuto un ampio consenso dal

⁽¹⁷⁾ SICLARI, *European capital markets union e ordinamento nazionale*, in BBTC, I, 2016, p. 482 ss..

⁽¹⁸⁾ In alcuni Stati membri questo processo è già stato avviato: v. *Anti-Gold-Plating-Gesetz* del 2019 in Austria (informazioni finanziarie); *Projet de loi portant suppression de sur-transpositions de directives européennes en droit français* del 2019 (semplificazione fusioni).

⁽¹⁹⁾ Sciorilli Borrelli, *Italy under pressure to boost appeal of Milan stock exchange*, 19 settembre 2022.

mercato ⁽²⁰⁾.

Nel Libro Verde, alla cui redazione hanno partecipato Consob, Banca d'Italia, Borsa Italiana e diverse associazioni di categoria, sono indicati numerosi interventi di micro-regolamentazione ^(21) volti a eliminare le disposizioni normative e regolamentari emanate nel corso degli anni in violazione del divieto di *gold plating*. Se adottati nella loro interezza si avrebbe una sensibile semplificazione (e potenziamento) del diritto societario ⁽²²⁾.

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

Il report, predisposto dal MEF nel rispetto dei principi di *better regulation* UE, è contraddistinto da diverse direttive d'azione: (a) impatto zero quanto ai costi per lo Stato; (b) semplificazione avendo sempre a mente la protezione dei soci di minoranza e/o dei creditori; (c) proporzionalità per le PMI; (d) analisi delle *best practice* sviluppate negli altri Stati membri UE ⁽²³⁾, cogliendo, in quest'ultimo, il suggerimento formulato da Klaus Hopt in apertura del millennio ossia *v. looking beyond frontiers/learning from the neighbor's experiences* ^(24) o da Paolo

⁽²⁰⁾ V. relazione illustrativa post consultazione del 1° luglio 2022.

⁽²¹⁾ Alcuni suggeriti dall'OECD nel rapporto *Capital Market Review Italy* (2020)

⁽²²⁾ Come osservato (Marchetti 2016) il divieto di *gold plating* può essere esteso anche alle norme comunitarie già recepite e costituire un motivo di riflessione per espungere dal sistema derivate di *over-compliance* cui in passato abbiamo ceduto e dalle quali siamo continuamente a rischio di seduzione.

⁽²³⁾ V. ad esempio, l'art. 45, bozza decreto rilancio (maggio 2020) ove interessanti spunti comparatistici circa l'estensione voto plurimo a società già quotate

⁽²⁴⁾ Hopt, *Modern Company Law Problems: A European Perspective Keynote, Company Law Reform in OECD Countries A Comparative Outlook of Current Trends*, 2000.

Montalenti quando parla di adeguamento spontaneo dei diritti nazionali a regole e principi affini ⁽²⁵⁾.

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

Come rilevato in un recente seminario da Piergaetano Marchetti (2022) *“il nostro sistema deve essere competitivo con i sistemi europei. Competitivo non nel senso di ordinamento più permissivo, ma neppure nel senso di ordinamento più oneroso, più limitante”* ⁽²⁶⁾.

⁽²⁵⁾ Montalenti, *Il diritto societario europeo*, in AA.VV., *Il Nuovo Diritto delle Società, Le società*, IV, a cura di Montalenti, in *Trattato Diritto Privato dell'Unione Europea*, diretto da Ajani e Benacchio, Torino, 2022, p. 963 ss..

⁽²⁶⁾ Marchetti, *Intervento al seminario istituzionale sulla presentazione di liste di candidati da parte dei consigli di amministrazione uscenti delle società quotate*, Senato della Repubblica, 6^a Commissione Finanze e Tesoro, 16 giugno 2022.