

[HOME](#) PRIVILEGIA NE IRROGANTO di *Mauro Novelli*

Documentazione Inserito il 22-6-2007

---

Documenti correlati

**Avv. Valerio Sangiovanni,**

**“Emissione di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario”**

già pubblicato in *Le Società*, 2007, fasc. 5, pp. 547-558, IPSOA Editore, che qui si riproduce per gentile concessione di IPSOA Editore.

Intermediari finanziari

# Emissioni di obbligazioni e scandali finanziari fra diritto internazionale privato e diritto comunitario

di VALERIO SANGIOVANNI (\*)

**Le vicende Argentina, Cirio e Parmalat hanno colpito centinaia di migliaia di investitori italiani. A distanza di alcuni anni da questi scandali finanziari sono state pronunciate numerose sentenze, alcune delle quali hanno condannato gli intermediari. Le emissioni di obbligazioni che stanno alla base di queste vicende presentano frequentemente punti di contatto con l'estero. A questa circostanza la giurisprudenza non pare attribuire il necessario peso. Così facendo si trascura un importante settore del nostro diritto: il diritto internazionale privato. Bisogna poi tenere conto del Trattato CE e dei principi sviluppati dalla giurisprudenza della Corte di Giustizia.**

## Introduzione

Alcuni recenti scandali finanziari (primi fra tutti Argentina, Cirio e Parmalat) hanno colpito numerosi investitori. Questi emittenti hanno venduto obbligazioni che non sono state rimborsate nella misura promessa, cagionando danni anche ingenti a un elevato numero di risparmiatori. Un recente articolo di un settimanale economico riferisce che il solo caso Argentina avrebbe coinvolto circa 450.000 investitori italiani (1).

Gli investitori cercano di rifarsi sull'intermediario finanziario mediante il quale le obbligazioni sono state acquistate (2). Attualmente è in corso nei tribunali italiani un numero elevatissimo di cause intentate dai risparmiatori contro le banche che hanno venduto gli strumenti finanziari di Argentina, Cirio e Parmalat. Un discreto numero di controversie è già giunto a sentenza, almeno in primo grado, e - talvolta - i provvedimenti sono stati pubblicati in riviste giuridiche (3).

Lo studio della giurisprudenza edita in materia, mostra come i giudici italiani tendano a trascurare due settori del diritto che dovrebbe invece essere presi in considerazione. Si tratta del diritto internazionale privato e del diritto comunitario. Problemi di diritto internazionale privato e di diritto comunitario si pongono nella materia in esame per il fatto che le fattispecie presentano frequentemente elementi di contatto con altri ordinamenti. I profili che possono assumere rilievo sono, soprattutto, quelli relativi alla sussistenza della giurisdizione e alla determinazione della legge applicabile.

Nella vicenda delle obbligazioni argentine, la rilevanza del diritto internazionale è di tutta evidenza, essendo stati tali strumenti finanziari emessi da uno Stato (l'Argentina) diverso dall'Italia (4). Qui si pongono addirittura problemi non tanto di diritto internazionale «priva-

## Note:

(\*) Ringrazio Giorgio Buono, Katrin Deckert, Stefano Parrocchetti e Giulia Rossolillo per le utili discussioni avute. Gli errori sono ascrivibili unicamente a me.

(1) L. Pera, *Rischio prescrizione? Allora vai col tango*, in *Economy*, n. 41/42, 18 ottobre 2006, 65.

(2) Per una panoramica sui diversi rimedi a disposizione degli investitori nei confronti degli intermediari sia consentito il rinvio ad alcune mie pubblicazioni: V. Sangiovanni, *Operazione inadeguata dell'intermediario finanziario fra nullità del contratto e risarcimento del danno alla luce della direttiva MIFID*, in *I Contratti*, 2007, 243 ss.; V. Sangiovanni, *Finanzskandale (Argentinien, Cirio und Parmalat) und die Haftung der Anlagevermittler in der neuesten italienischen Rechtsprechung*, in *Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht (BKR)*, 2006, 476 ss.; Id., *La responsabilità dell'intermediario finanziario nel diritto austriaco sullo sfondo del diritto comunitario e un suggerimento al legislatore italiano*, in *Danno e resp.*, 2006, 1182 ss.; Id., *La violazione delle regole di condotta dell'intermediario finanziario fra responsabilità precontrattuale e contrattuale*, in *I Contratti*, 2006, 1133 ss.; Id., *Inadeguatezza dell'operazione finanziaria, risoluzione del contratto per inadempimento e risarcimento del danno*, in *Corr. giur.*, 2006, 1569 ss.; Id., *Circolazione dei prodotti finanziari e responsabilità degli investitori professionali: il nuovo art. 100 bis TUF*, in questa *Rivista*, 2006, 1355 ss.; Id., *La nullità del contratto di gestione di portafogli di investimento per difetto di forma*, in *I Contratti*, 2006, 966 ss.; Id., *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*, in *Giur. mer.*, 2006, 1389 ss.; Id., *La responsabilità precontrattuale dell'intermediario finanziario nel diritto inglese*, in questa *Rivista*, 2006, 1173 ss.; Id., *Scandali finanziari: profili di responsabilità dell'intermediario*, in *Danno e resp.*, 2006, 874 ss.; Id., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, in *I Contratti*, 2006, 686 ss.; Id., *La nullità del contratto per inosservanza di forma nel caso delle obbligazioni argentine*, in *Corr. mer.*, 2006, 737 ss. Id., *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, in questa *Rivista*, 2006, 605 ss.

(3) Per una recente rassegna di giurisprudenza sulle cause fra investitori e intermediari cfr. G. Gobbo/C.-E. Salodini, *I servizi d'investimento nella giurisprudenza più recente*, in *Giur. comm.*, 2006, II, 5 ss.

(4) A ciò si aggiunga che, dalla ricostruzione in fatto effettuata da alcune sentenze, risulta che anche le obbligazioni argentine vennero emesse sull'euro-mercato. In questo senso, per esempio, Trib. Milano 25 luglio 2005, in *I Contratti*, 2006, 460 ss., con nota di E. Battelli, *L'inadempimento contrattuale dell'intermediario finanziario*. Questa sentenza è pubblicata anche in *Nuova giur. civ., comm.*, 2006, 593 ss., con nota di M. Dellacasa, *Negoziazione di titoli obbligazionari e insolvenza dell'emittente: quale tutela per il risparmiatore non adeguatamente informato?*

to», quanto piuttosto di diritto internazionale «pubblico». La Corte di cassazione è stata investita della questione e ha dichiarato che non sussiste la giurisdizione dei giudici italiani per le controversie che un investitore volesse intentare contro lo Stato argentino (5). Sulle questioni relative alla giurisdizione non ci si soffermerà più oltre in questo articolo.

Interessanti, complesse e rilevanti dal punto di vista pratico sono le questioni di diritto internazionale privato e di diritto comunitario poste dai casi Cirio e Parmalat. In questi casi le obbligazioni sono state emesse da società private e non da organismi pubblici. Ma anche qui vi è stato contatto con altri ordinamenti. Come risulta difatti dall'esame delle sentenze edite, le emissioni di obbligazioni sono state spesso effettuate non da società italiane, bensì da società estere. Cirio e Parmalat si sono avvalse, in diverse occasioni, di società con sede in Lussemburgo (6) oppure in Olanda (7). Dal momento che si tratta di società costituite in uno Stato membro dell'Unione Europea, si pongono problemi di diritto comunitario.

Non sono molte le pubblicazioni che si sono occupate in maniera approfondita dei profili di diritto internazionale privato e di diritto comunitario che sorgono in relazione all'emissione di obbligazioni (8). L'approfondimento della tematica richiederebbe spazi più ampi di quelli che sono qui consentiti. L'obiettivo di questo articolo è quello di una «prima lettura» della materia al fine di cercare di comprendere quali problemi di diritto internazionale privato e di diritto comunitario sollevi l'emissione di obbligazioni posta in essere tramite un veicolo estero. Non si tratta di un esercizio meramente teorico: se dovesse risultare che il diritto applicabile alla fattispecie è diverso da quello italiano, l'esito delle controversie potrebbe essere difforme da quanto è avvenuto finora.

Per affrontare la materia è utile prendere le mosse dalla significativa sentenza del Tribunale di Milano del 20 marzo 2006, n. 3575 (9). La pronuncia origina dal caso dell'emissione di obbligazioni Cirio. A partire dall'anno 1999 il gruppo Cirio si trovò ad affrontare forti difficoltà finanziarie, aggravate da un'esposizione particolarmente elevata nei confronti di numerosi gruppi bancari italiani e stranieri. Per far fronte a tali difficoltà, le società del gruppo deliberarono di dar luogo a un consistente prestito obbligazionario di complessivi 1.125.000.000 di euro, suddiviso in varie emissioni. Tutte le emissioni furono effettuate da emittenti di diritto lussemburghese, create *ad hoc* e del tutto estranee alla Cirio italiana operante nel settore dell'industria agro-alimentare. Il Tribunale di Milano scrive che il ricorso all'euro-mercato ha consentito l'elusione del rigido limite quantitativo previsto per le emissioni obbligazionarie dal nostro ordinamento. Considerati i limiti previsti dalla legge all'emissione di obbligazioni, scrive l'autorità giudiziaria milanese, operazioni come quelle poste in essere dal gruppo Cirio sarebbero stati improponibili nel nostro ordina-

mento e per questa ragione si è fatto ricorso, attraverso una società-veicolo, a un ordinamento - come quello lussemburghese - dove è consentita l'emissione di titoli obbligazionari in misura pressoché illimitata da parte di società a ridotta capitalizzazione. Nel caso specifico fu la società Cirio Holding Luxembourg s.a. a effettuare un'emissione obbligazionaria suddivisa in due *tranches*, rispettivamente di 150.000.000 e di 50.000.000 di euro, entrambe con un interesse del 6,25%.

Bisogna osservare che il Tribunale di Milano dà applicazione alla normativa vigente prima della riforma del diritto societario del 2003, che ha modificato anche le disposizioni in materia di limitazioni all'emissione di obbligazioni (10). Ai fini del presente articolo, non è ne-

#### Note:

(5) Cass. 27 maggio 2005 (ord.), n. 6532, in [www.dirittobancario.it](http://www.dirittobancario.it).

(6) Si elencano qui di seguito, in ordine cronologico decrescente, le sentenze che si sono reperite e che fanno riferimento a un'emissione avvenuta mediante società lussemburghesi. Nel caso deciso da Trib. Trani 31 gennaio 2006, in *I Contratti*, 2006, 686 ss., con nota di V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Cirio e la recente legge per la tutela del risparmio*, le obbligazioni furono emesse da Cirio Holding Luxembourg s.a. Nel caso deciso da Trib. Parma 21 ottobre 2005, in *Giur. it.*, 2006, 1153, con nota di A. Tencati, *Acquisto di corporate bonds e tutela del risparmiatore alcuni orientamenti*, l'emittente era Cirio Finance Lux. Nel caso deciso da Trib. Rimini 11 maggio 2005, in *Giur. it.*, 2006, 522 ss., con nota di G. Cottino, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*, le obbligazioni furono emesse da Cirio Holding Luxembourg s.a. Nel caso deciso da Trib. Genova 18 aprile 2005, in *Danno e resp.*, 2005, 604 ss., con nota di V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*, la società emittente fu Cirio Finance Luxembourg s.a. Nel caso deciso da Trib. Genova 15 marzo 2005, in *Foro pad.*, 2005, I, 787 ss., con nota di A.M. Carozzi, *Profili di responsabilità dell'intermediario nel collocamento di obbligazioni Cirio tra il dovere di informare e quello di informarsi*, le obbligazioni furono emesse da Cirio Finance Luxembourg s.a. Questa sentenza è pubblicata anche in *Danno e resp.*, 2005, 609 ss., con nota di V. Roppo, *La tutela del risparmiatore fra nullità e risoluzione (a proposito di Cirio bond & tango bond)*. Nel caso deciso da Trib. Monza 16 dicembre 2004, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, II, 498 ss., con nota di F. Lukacs, *Contro la nullità dei contratti conclusi in violazione delle norme di comportamento da parte degli intermediari*, l'emissione fu effettuata da Del Monte Finance s.a. Sul diritto finanziario lussemburghese cfr. il contributo di L. Sasso, *Titrisation: primi appunti sulla recente legge lussemburghese*, in *Contr. e impr./Europa*, 2004, 293 ss.

(7) Nel caso deciso da Trib. Milano 9 novembre 2005, n. 12704, in questa *Rivista*, 2006, 605 ss., con nota di V. Sangiovanni, *La responsabilità dell'intermediario nel caso Parmalat e la recentissima legge per la tutela del risparmio*, la società emittente le obbligazioni Parmalat era una società di diritto olandese. Risulta anche dalla memoria di B. Inzitari, *Osservazioni sull'elenco dei creditori e sulla proposta di concordato Parmalat*, in *Le obbligazioni nel diritto civile degli affari*, Padova, 2006, 661 ss., che prestiti obbligazionari vennero effettuati da diverse società olandesi riconducibili alla Parmalat italiana.

(8) La pubblicazione dal taglio più vicino alla presente è probabilmente quella di S. M. Carbone, *Leggi regolatrici e circolazione in Italia di obbligazioni estere*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 419 ss.

(9) Trib. Milano 20 marzo 2006, n. 3575, in *Giur. mer.*, 2006, 1385 ss., con nota di V. Sangiovanni, *Sollecitazione all'investimento, nullità del contratto e frode alla legge*. In questa sede sono pubblicati solo i passaggi principali della sentenza, che è piuttosto lunga. Una riproduzione più completa della pronuncia può essere letta in [www.adiconsum.it](http://www.adiconsum.it).

(10) Sui limiti che il legislatore italiano fissa all'emissione di obbligazioni cfr. M. Palmieri, *I nuovi limiti all'emissione di obbligazioni*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 293 ss.

cessario confrontare in dettaglio i limiti sussistenti prima di tale data e quelli vigenti oggi (i vincoli, comunque, sono diventati meno stringenti, poiché l'emissione - ai sensi dell'art. 2410, comma 1, c.c. previgente - non era allora possibile per somma eccedente il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato). Basta essere consapevoli che l'emissione di obbligazioni da parte di una società italiana presuppone che sussista un certo rapporto fra il valore del prestito obbligazionario e il capitale della società. Allo stato attuale il diritto italiano pone il seguente limite all'emissione di obbligazioni: «la società può emettere obbligazioni al portatore o nominative per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato» (art. 2412, comma 1, c.c.). La nostra legge prevede però che «il limite di cui al primo comma può essere superato se le obbligazioni emesse in eccedenza sono destinate alla sottoscrizione da parte di investitori professionali soggetti a vigilanza prudenziale a norma delle leggi speciali. In caso di successiva circolazione delle obbligazioni, chi le trasferisce risponde della solvenza della società nei confronti degli acquirenti che non siano investitori professionali» (art. 2412, comma 2, c.c.). È stabilito inoltre che «al computo del limite di cui al primo comma concorrono gli importi relativi a garanzie comunque prestate dalla società per obbligazioni emesse da altre società, anche estere» (art. 2412, comma 4, c.c.). Infine la legge stabilisce che «il primo e il secondo comma non si applicano all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati» (art. 2412, comma 5, c.c.).

Le problematiche poste dal diritto internazionale privato e dal diritto comunitario in connessione con l'emissione di obbligazioni tramite veicoli esteri hanno grande rilevanza pratica. Secondo i dati della Consob, riportati in un recente studio (11), la quota maggiore delle emissioni obbligazionarie di società italiane è collocata su mercati esteri: il valore delle obbligazioni emesse sul mercato italiano ammonta a 22 miliardi di euro, mentre il valore delle obbligazioni emesse su mercati non italiani è di 61 miliardi di euro.

### La legge applicabile alle società con sede in Lussemburgo

In molti dei casi decisi dalla giurisprudenza italiana le obbligazioni oggetto del contendere erano state emesse da società di diritto lussemburghese. Il diritto internazionale privato italiano prevede che le società sono disciplinate «dalla legge dello Stato nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di costituzione» (art. 25, comma 1, frase 1, L. n. 218/1995) (12). Una società costituita in Lussemburgo è dunque, sulla base di questa disposizione, regolata dal diritto lussemburghese.

Tuttavia la legge italiana prevede che si applica la legge

italiana «se la sede dell'amministrazione è situata in Italia, ovvero se in Italia si trova l'oggetto principale» della società (art. 25, comma 1, frase 2, L. n. 218/1995) (13). Dalle sentenze esaminate risulta che la Cirio italiana creò appositamente emittenti di diritto lussemburghese per effettuare prestiti obbligazionari. Queste società di diritto lussemburghese sono giuridicamente autonome rispetto alla Cirio italiana. Ma dove si trova la «sede dell'amministrazione» di una società-veicolo costituita in Lussemburgo? La «sede della società» è in Lussemburgo, perché la società è stata costituita in tale Paese e si sarà scelta come sede una località lussemburghese. Ma il concetto di «sede della società» è diverso dalla nozione di «sede dell'amministrazione della società». Secondo il diritto italiano la sede della società è quella indicata nell'atto costitutivo (cfr. l'art. 2328, comma 2, n. 2, c.c. per le s.p.a.). L'espressione «sede dell'amministrazione» della società si riferisce a qualcosa di diverso. La sede della società è un dato formale, mentre la sede dell'amministrazione della società indica il luogo in cui l'attività di gestione viene effettivamente svolta (14). Nel caso di società-veicolo si potrebbe argomentare nel senso che la sede statutaria non coincide con la sede amministrativa. Pur essendoci un recapito lussemburghese (talvolta coincidente con gli uffici di uno studio legale oppure di una società fiduciaria oppure di un prestanome), di fatto la gestione della società viene svolta dalla sede della società italiana. Se si ritiene di dare seguito a questo criterio sostanziale, e fatto salvo quanto si specificherà sotto con riferimento ai limiti posti dal diritto comunitario, si potrebbe ritenere che la legge applicabile alle società lussemburghesi sostanzialmente riferibili a società italiane debba essere quella italiana.

La legge italiana trova inoltre applicazione se l'oggetto principale della società si trova in Italia (art. 25, comma 1, frase 2, L. n. 218/1995). Qui bisognerebbe comprendere bene cosa intende il legislatore italiano con l'espressione «oggetto principale della società». Da un punto di vista formale il riferimento deve essere alla

#### Note:

(11) M. Palmieri, *op. cit.*, 296.

(12) Cass. 22 novembre 2002, n. 15301, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2004, 259 ss., ha stabilito che, ai sensi dell'art. 25 L. n. 218/1995, una società costituita in Svizzera, che non risulta avere in Italia né la sede dell'amministrazione né il proprio oggetto principale, deve ritenersi a tutti gli effetti una società dotata di autonoma personalità giuridica. Da ultimo sul diritto internazionale privato delle società cfr. P. Kindler, *Aspetti essenziali di un futuro regolamento comunitario sulla legge applicabile alle società*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2006, 657 ss.

(13) Sulla questione se, in questo caso, si applichi solo la legge italiana oppure la legge italiana si applichi a integrazione della *lex loci incorporationis* cfr. M. Benedettelli, *Commento all'art. 25*, in *Le Nuove leggi civ. comm.*, 1996, 1135.

(14) B. Barel, in B. Barel/S. Armellini, *Manuale breve di diritto internazionale privato*, 118, definisce la sede dell'amministrazione della società come «il luogo da cui provengono gli atti di gestione da parte degli organi sociali».

«attività che costituisce l'oggetto sociale» (cfr. l'art. 2328, comma 1, n. 3, c.c. per le s.p.a., secondo cui l'atto costitutivo deve contenere tale indicazione). Nel caso della Cirio italiana l'attività consiste nella produzione e nella vendita di prodotti agro-alimentari. La Cirio lussemburghese fa però, molto probabilmente, qualcosa di diverso dalla società industriale. Le società lussemburghesi hanno verosimilmente una funzione di *holding* e dunque di gestione di partecipazioni detenute in altre società, anche per i vantaggi fiscali che ne derivano. Oppure è ragionevole ritenere che le società lussemburghesi siano società controllate con funzione essenzialmente di veicolo societario oppure di tesoreria oppure di intermediazione finanziaria a livello di gruppo. Dal testo della sentenza del Tribunale di Milano del marzo 2006 risulta che le società lussemburghesi furono costituite «ad hoc» per emettere i prestiti obbligazionari. A queste condizioni si potrebbe addirittura pensare che l'oggetto principale delle società di diritto lussemburghese fosse l'emissione delle obbligazioni. È tuttavia improbabile che una società venga costituita con la previsione di un oggetto così limitato. Per procedere a una migliore valutazione dell'«oggetto principale della società» occorrerebbe prendere conoscenza degli atti costitutivi e degli statuti delle società di diritto lussemburghese. Ma anche un esame del genere non sarebbe sufficiente. In dottrina si è difatti rilevato come non ci si possa fermare all'oggetto principale della società quale formalmente definito negli strumenti statutari, ma si debba porre l'accento sull'attività effettivamente svolta dalla società (15). Dalla sentenza del Tribunale di Milano del marzo 2006 si desume che le risorse raccolte mediante l'emissione di obbligazioni sono finite alla società Cirio italiana, vale a dire alla società che svolge un'effettiva attività industriale. Del resto una società-veicolo lussemburghese non può avere bisogno di centinaia di milioni di euro per sé stessa. Sotto questo profilo si potrebbe pensare che l'oggetto principale (*rectius*: l'oggetto «reale») dell'emittente lussemburghese fosse il finanziamento della società italiana. La tesi è ardita, ma - a questo punto - si potrebbe forse affermare che l'oggetto principale della società lussemburghese è coincidente con quello della società italiana. La società lussemburghese altro non è che uno strumento giuridico per la migliore gestione (in particolare per il finanziamento) della società italiana. Se si accogliesse questa tesi potrebbe trovare applicazione il diritto italiano, ai sensi dell'art. 25, comma 1, frase 2, L. n. 218/1995 (salvo per quanto si dirà appresso con riferimento ai limiti posti dal diritto comunitario).

**(segue): a) la necessità di tenere in considerazione il diritto comunitario**

Rispetto alla prospettazione appena effettuata (questione relativa a se il diritto italiano non debba trovare comunque applicazione per il fatto che la sede dell'amministrazione della società oppure l'oggetto principale della

società si trova in Italia) occorre rilevare che l'art. 25, L. n. 218/1995, non pone distinzioni fondate sull'origine comunitaria o meno della società. Questa disposizione del nostro diritto internazionale privato può riguardare, a seconda dei casi, società di Paesi dell'Unione Europea oppure società incorporate in Stati non facenti parte dell'Unione. Dal momento che il Lussemburgo è uno degli Stati membri dell'Unione Europea, la questione del diritto applicabile alle società costituite in Lussemburgo va esaminata tenendo conto non solo del nostro diritto internazionale privato ma anche del diritto comunitario. Prima di attribuire peso rilevante al luogo della sede dell'amministrazione della società oppure all'oggetto principale della società (come vorrebbe l'art. 25, comma 1, frase 2, L. n. 218/1995) bisogna verificare la compatibilità di questi criteri di collegamento con i principi del diritto comunitario.

I principi del diritto societario comunitario sono innanzitutto ricavabili dal Trattato istitutivo della Comunità Europea. In particolare occorre fare riferimento alle disposizioni che regolano la libertà di stabilimento, che viene riconosciuta anche alle società. L'art. 43, comma 1, Trattato CE, dispone che «le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate. Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di uno Stato membro». L'art. 48 Trattato CE estende il beneficio del diritto di stabilimento, alle stesse condizioni delle persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati membri, alle «società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno della Comunità». L'art. 46 Trattato CE consente agli Stati membri di apportare restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini stranieri, adottando «disposizioni legislative, regolamentari e amministrative», nei limiti in cui esse siano «giustificate da motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica».

Per realizzare la libertà di stabilimento, l'art. 44 Trattato CE dispone che il Consiglio dell'Unione Europea può adottare direttive per coordinare le garanzie che sono richieste alle società per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi. Come è noto, il Consiglio ha adottato diverse direttive di armonizzazione. In aggiunta, dunque, ai principi previsti dal Trattato CE vi sono numerosi atti legislativi di rango secondario che armonizzano il diritto societario in tutti gli Stati membri.

Ma il diritto societario comunitario non si riduce alle disposizioni legislative di rango primario e secondario, poiché esso è stato sviluppato dalla giurisprudenza del-

**Nota:**

(15) M. Benedettelli, *Commento*, cit., 1136.

la Corte di Giustizia in alcune sue sentenze (in particolare Centros (16), Überseering (17) e Inspire Art (18)) (19). Queste pronunce impongono con forza di riconoscere in altri Stati membri la *lex loci incorporationis*. Un soggetto comunitario ha diritto di scegliere il Paese europeo che preferisce per costituirvi una società e può beneficiare della disciplina che a tale società è riconosciuta dalla legge del luogo in cui la società è costituita. Al di fuori dei limiti imposti dall'armonizzazione, gli Stati membri rimangono liberi di disciplinare il proprio diritto societario come preferiscono e ciascun soggetto comunitario può scegliere di andare a costituire una società nel Paese che preferisce. Le tre sentenze menzionate sono così importanti che non ci si può esimere dal riprodurle, anche se solo per sommi capi, il contenuto.

Nella sentenza Centros del 1999 la Corte di Giustizia ha deciso che non rileva «che la società sia stata costituita nel primo Stato membro al solo scopo di stabilirsi nel secondo, nel quale essa svolgerebbe l'essenziale, se non il complesso, delle sue attività economiche» (punto n. 17 della sentenza Centros). La Corte precisa che la questione dell'applicabilità del Trattato CE è «distinta dalla questione se uno Stato membro possa adottare misure atte a impedire che, in presenza delle possibilità offerte dal Trattato, i suoi cittadini tentino di sottrarsi abusivamente all'impero della propria legge nazionale» (punto n. 18 della sentenza Centros). La sentenza continua chiarendo che «uno Stato membro ha il diritto di adottare misure volte ad impedire che, grazie alle possibilità offerte dal Trattato, taluni dei suoi cittadini tentino di sottrarsi all'impero delle leggi nazionali», e che «gli interessati non possono avvalersi abusivamente o fraudolentemente del diritto comunitario» (punto n. 24 della sentenza Centros). La Corte ha deciso che «anche se i giudizi nazionali possono tener conto, basandosi su elementi obiettivi, del comportamento abusivo o fraudolento dell'interessato per negargli eventualmente la possibilità di fruire delle disposizioni di diritto comunitario invocate, tuttavia, nel valutare tale comportamento, essi devono tener presenti le finalità perseguite dalle disposizioni comunitarie» (punto n. 25 della sentenza Centros). La Corte stabilisce inoltre che «il fatto che un cittadino di uno Stato membro che desidera creare una società scelga di costituirla nello Stato membro le cui norme di diritto societario gli sembrino meno severe e crei succursali in altri Stati membri non può costituire di per sé un abuso del diritto di stabilimento. Infatti, il diritto di costituire una società in conformità alla normativa di uno Stato membro e di creare succursali in altri Stati membri è inerente all'esercizio, nell'ambito di un mercato unico, della libertà di stabilimento garantita dal Trattato» (punto n. 27 della sentenza Centros). «Il fatto che una società non svolga alcuna attività nello Stato membro in cui essa ha la sede e svolga invece le sue attività unicamente nello Stato membro della sua succursale non è sufficiente a dimostrare l'esistenza di

un comportamento abusivo e fraudolento, che consenta a quest'ultimo Stato membro di negare a tale società di fruire delle disposizioni comunitarie relative al diritto di stabilimento» (punto n. 29 della sentenza Centros). La Corte specifica che «i provvedimenti nazionali che possono ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal Trattato devono soddisfare quattro condizioni: essi devono applicarsi in modo non discriminatorio, essere giustificati da motivi imperativi di interesse pubblico, essere idonei a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo» (punto n. 34 della sentenza Centros). «Il fatto che uno Stato membro non possa negare la registrazione di una succursale di una società costituita conformemente alla normativa di un altro Stato membro nel quale essa ha la sede non esclude che questo primo Stato possa adottare tutte le misure idonee a prevenire o sanzionare le frodi, sia nei confronti della stessa società, eventualmente in cooperazione con lo Stato membro nel quale essa è costituita, sia nei confronti dei soci rispetto ai quali sia dimostrato che essi intendono in realtà, mediante la costituzione di una società, eludere le loro obbligazioni nei confronti dei creditori privati o pubblici stabiliti nel territorio dello Stato membro interessato» (punto n. 38 della sentenza Centros). La Corte di Giustizia conclude nel senso che il Trattato CE osta «a che uno Stato membro rifiuti la registrazione di una succursale di società costituita in conformità alla legislazione di un altro Stato membro nel quale essa ha la sede senza svolgervi attività commerciali, quando la succursale ha lo scopo di consentire alla società di cui si tratta di svolgere l'intera sua attività nello Stato membro nel quale la stessa succursale verrà istituita, evitando di costituirvi una società ed eludendo in tal modo l'applicazione di norme, relative alla costituzione delle società, più severe in materia di liberazione di un capitale sociale minimo». «Tuttavia questa interpretazione», continua la Corte, «non esclude che le autorità dello Stato membro inte-

#### Note:

(16) Sentenza della Corte di Giustizia del 9 marzo 1999, Centros Ltd. C. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen.

(17) Sentenza della Corte di Giustizia del 5 novembre 2002, Überseering BV c. Nordic Construction Company Baumanagement GmbH.

(18) Sentenza della Corte di Giustizia del 30 settembre 2003, Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam c. Inspire Art Ltd.

(19) Si noti che nei primi due casi alle sentenze ci si riferisce comunemente in dottrina utilizzando il nome del ricorrente (rispettivamente Centros e Überseering), mentre nel terzo caso si utilizza il nome del resistente (Inspire Art.). È probabile che la scelta di come chiamare in forma abbreviata una sentenza sia dovuta alla complessità dei nomi, nel senso che non si utilizza un criterio uniforme, ma - per ragioni di comodità linguistica - si sceglie semplicemente il nome della parte meno complicato. Sugli sviluppi del diritto societario comunitario cfr., in particolare, M. Benedettelli, *Libertà comunitarie di circolazione e diritto internazionale privato delle società*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2001, 585 ss.; F. Munari, *Riforma del diritto societario italiano, diritto internazionale privato e diritto comunitario: prime riflessioni*, in *Riv. dir. int. priv. e proc.*, 2003, 37 ss.

ressato possano adottare tutte le misure idonee a prevenire o sanzionare le frodi, sia nei confronti della stessa società, eventualmente in cooperazione con lo Stato membro nel quale essa è costituita, sia nei confronti dei soci rispetto ai quali sia dimostrato che essi intendono in realtà, mediante la costituzione di una società, eludere le loro obbligazioni nei confronti dei creditori privati o pubblici stabiliti nel territorio dello Stato membro interessato» (punto n. 39 della sentenza Centros).

Nella sentenza *Überseering* del 2002 la Corte di Giustizia dice che le «società hanno il diritto di svolgere la loro attività in un altro Stato membro, e la localizzazione della loro sede sociale, della loro amministrazione o del loro centro di attività principale serve a determinare, al pari della cittadinanza delle persone fisiche, il loro collegamento all'ordinamento giuridico di uno Stato membro» (punto n. 57 della sentenza *Überseering*). La Corte scrive che «non si può escludere che ragioni imperative di interesse generale quali la tutela degli interessi dei creditori, dei soci di minoranza, dei lavoratori o ancora del fisco possano, in talune circostanze, e rispettando talune condizioni, giustificare restrizioni alla libertà di stabilimento» (punto n. 92 della sentenza *Überseering*).

Nella sentenza *Inspire Art* del 2003 la Corte di Giustizia ricorda che essa «ha già giudicato irrilevante, relativamente all'applicazione delle norme sulla libertà di stabilimento, che una società sia stata costituita in uno Stato membro al solo scopo di stabilirsi in un secondo Stato membro, nel quale essa svolgerebbe l'essenziale, se non il complesso, delle sue attività economiche» (20). «Le ragioni per cui si decide di costituire una società in uno Stato membro sono infatti, ad eccezione dei casi di frode, prive di conseguenze sull'applicazione delle disposizioni relative alla libertà di stabilimento» (punto n. 95 della sentenza *Inspire Art*). La Corte aggiunge che «la circostanza che la società sia stata creata in uno Stato membro unicamente per fruire di una legislazione più vantaggiosa non costituisce un abuso, e ciò anche qualora la società in questione svolga l'essenziale, se non il complesso, delle sue attività economiche nello Stato di stabilimento» (punto n. 96 della sentenza *Inspire Art*). Inoltre la sentenza sottolinea che la questione dell'applicabilità degli artt. 43 e 48 Trattato CE «è distinta dalla questione se uno Stato membro possa adottare misure idonee a impedire che, in presenza delle possibilità offerte dal Trattato, suoi cittadini tentino di sottrarsi abusivamente all'impero della legge nazionale» (punto n. 98 della sentenza *Inspire Art*). La Corte afferma che le disposizioni sul capitale minimo nonché sulla responsabilità degli amministratori costituiscono restrizioni alla libertà di stabilimento come garantita dagli artt. 43 e 48 Trattato CE (punto n. 104 della sentenza *Inspire Art*). Gli artt. 43 e 48 Trattato CE ostano a una normativa nazionale «che subordini l'esercizio della libertà di stabilimento a titolo secondario in tale Stato membro, da parte di una società costituita secondo il diritto di un al-

tro Stato membro, a determinate condizioni, relative al capitale minimo e alla responsabilità degli amministratori, stabilite dal diritto nazionale per la costituzione di società. I motivi per cui la società è stata costituita nel primo Stato membro, nonché il fatto che essa eserciti la sua attività esclusivamente, o quasi, nello Stato membro di stabilimento non la privano, salvo abusi da stabilirsi caso per caso, del diritto di avvalersi della libertà di stabilimento garantita dal Trattato» (punto n. 105 della sentenza *Inspire Art*). La Corte sottolinea che, secondo la sua giurisprudenza, «i provvedimenti nazionali che possono ostacolare o scoraggiare l'esercizio delle libertà fondamentali garantite dal Trattato devono, per essere giustificati, soddisfare quattro condizioni: essi devono applicarsi in modo non discriminatorio, essere giustificati da motivi imperativi di interesse pubblico, essere idonei a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo» (punto n. 133 della sentenza *Inspire Art*). «Uno Stato membro ha il diritto di adottare misure volte ad impedire che, grazie alle possibilità offerte dal Trattato, taluni dei suoi cittadini tentino di sottrarsi all'impero delle leggi nazionali», e «gli interessati non possono avvalersi abusivamente e fraudolentemente del diritto comunitario» (punto n. 136 della sentenza *Inspire Art*). La Corte aggiunge che «il fatto che un cittadino di uno Stato membro che desideri creare una società scelga di costituirla nello Stato membro le cui norme di diritto societario gli sembrano meno severe e crei in seguito succursali in altri Stati membri è inerente all'esercizio, nell'ambito di un mercato unico, della libertà di stabilimento stabilita dal Trattato» (punto n. 138 della sentenza *Inspire Art*). «Il fatto che una società non svolga alcuna attività nello Stato membro in cui essa ha la sede e svolga invece le sue attività unicamente o principalmente nello Stato membro della sua succursale non è sufficiente a dimostrare l'esistenza di un comportamento abusivo o fraudolento, che consenta a tale Stato di negare alla società interessata di fruire delle disposizioni comunitarie relative al diritto di stabilimento» (punto n. 139 della sentenza *Inspire Art*). La Corte afferma, con riferimento allo specifico caso trattato, che «né la tutela dei creditori, né la repressione dell'abuso della libertà di stabilimento, né la tutela della lealtà nei rapporti commerciali e dell'efficacia dei controlli fiscali permettono di giustificare l'ostacolo alla libertà di stabilimento, garantita dal Trattato, rappresentato dalle disposizioni di una legislazione nazionale, come quella in esame, sul capitale minimo e sulla responsabilità personale e solidale degli amministratori» (punto n. 142 della sentenza *Inspire Art*). La conclusione è nel senso che gli artt. 43 e 48 Trattato CE, ostano a una normativa

#### Nota:

(20) A commento della sentenza *Inspire Art*. cfr., fra gli altri, M. Colangelo, *La sentenza Inspire Art: verso un nuovo «mercato europeo delle regole»?*, in *Riv. dir. civ.*, 2005, II, 257 ss.

nazionale «che subordina l'esercizio della libertà di stabilimento a titolo secondario in tale Stato, da parte di una società costituita secondo la legislazione di un altro Stato membro, a determinate condizioni, relative al capitale minimo e alla responsabilità degli amministratori, stabilite dal diritto nazionale per la costituzione di società. I motivi per cui la società è stata costituita nel primo Stato membro, nonché il fatto che essa eserciti la sua attività esclusivamente, o quasi, nello Stato membro di stabilimento, non la privano, salvo che sia dimostrata caso per caso l'esistenza di un abuso, del diritto di avvalersi della libertà di stabilimento garantita dal Trattato CE (punto n. 143 della sentenza Inspire Art).

Sulla base della giurisprudenza comunitaria che si è appena riportata, si deve dunque assumere che sia la sola legge lussemburghese a disciplinare le società costituite in Lussemburgo. Agli Stati membri rimangono margini molto stretti per opporre che disposizioni del proprio diritto societario sono di applicazione necessaria. Alla luce della giurisprudenza della Corte di Giustizia, la legge italiana non dovrebbe trovare applicazione ai casi oggetto delle sentenze Cirio. In particolare, nella fattispecie affrontata dal Tribunale di Milano nella pronuncia del marzo 2006, la società che è servita per l'emissione obbligazionaria è regolata dalla legge dello Stato nel cui territorio è stato perfezionato il procedimento di costituzione, vale a dire dalla legge del Lussemburgo.

Dalle sentenze della Corte di Giustizia appena illustrate si ricava il principio che la libertà di stabilimento può conoscere una limitazione. Questo limite viene denominato «frode» (cfr. i punti nn. 95, 136 e 139 della sentenza Inspire Art) oppure «abuso» (cfr. i punti nn. 96, 98, 105, 136, 139, 142 e 143 della sentenza Inspire Art). La sussistenza di una frode o di un abuso va accertata caso per caso. Sulla base del Trattato CE e della giurisprudenza della Corte di Giustizia, Cirio - come qualsiasi altra società - è libera di costituire società dove preferisce all'interno dell'Unione Europea e di avvalersi di tali società per la gestione delle proprie attività. I motivi che spingono ad andare all'estero sono irrilevanti. In particolare, la costituzione di una società all'estero al fine di gestire partecipazioni non può ritenersi abusiva. Una soluzione diversa potrebbe prospettarsi laddove la stessa costituzione della società sia avvenuta a fini abusivi o fraudolenti. Un fine del genere potrebbe ricorrere quando la costituzione della società avviene con l'unico scopo di ingannare i risparmiatori. Potrebbe trattarsi effettivamente del caso Cirio, poiché le obbligazioni paiono essere state emesse per incassare danari destinati alla società italiana e utilizzati per ripianare debiti già esistenti nei confronti delle banche. Si potrebbe ritenere che sussista qui un abuso o una frode perché l'intenzione di chi costituisce la società pare essere l'inganno dei futuri obbligazionisti. Spetta al giudice, sulla base dei dati di fatto di cui dispone, stabilire se abusiva o fraudolenta sia stata la stessa costituzione della società oppure, eventualmente, la successiva emissione di obbligazioni.

Non può difatti escludersi che la società sia stata costituita per fini leciti (per esempio per la gestione di partecipazioni), ma che sia stata - a un certo punto - utilizzata per fini illeciti (vendere agli investitori non professionali obbligazioni sostanzialmente riconducibili a una società pressoché insolvente).

### **La legge applicabile alle obbligazioni emesse da società lussemburghesi**

Nel paragrafo precedente si è giunti a una prima conclusione: le società con sede in Lussemburgo sono regolate dalla legge lussemburghese, salvo per profili estremi di abuso o frode.

Ma le emissioni obbligazionarie effettuate da una società lussemburghese da che legge sono regolate? Il ricorso a veicoli lussemburghesi è dovuto, prevalentemente, a motivi fiscali, sui quali non ci si può soffermare in questa sede. In aggiunta a questo profilo, bisogna però chiedersi se l'utilizzo di società estere non convenga anche per ragioni di ordine societario. L'utilizzo di veicoli stranieri per l'emissione di obbligazioni offre un vantaggio agli emittenti, riconducibili a soggetti italiani, nella misura in cui i veicoli stranieri sono assoggettati a una disciplina meno stringente di quella italiana. Da quanto risulta dalla sentenza del Tribunale di Milano del marzo 2006, il diritto lussemburghese prevede la possibilità di emettere obbligazioni al di là dei limiti fissati dall'ordinamento italiano. Se ci si avvale di una società estera e, per questa ragione, i limiti italiani non dovessero risultare applicabili, il soggetto che si avvale del veicolo straniero può trarne un beneficio. La non applicabilità dei limiti italiani costituisce un vantaggio competitivo di cui è ragionevole assumere che le imprese nostrane vogliano beneficiare (21). Per quale motivo le società italiane non dovrebbero ricorrere a meccanismi di finanziamento reso più agevole da legislazioni straniere? Se non lo fanno, le nostre imprese risultano svantaggiate rispetto a quelle di altri Paesi. Sono dunque ragioni di competitività a spingere a guardare fuori dai confini italiani.

### **(segue): a) la legge applicabile all'atto di emissione delle obbligazioni**

La questione da porsi è quale sia la legge che regola l'atto di emissione di obbligazioni da parte di una società di diritto lussemburghese. Se il processo è incardinato dinanzi a un giudice italiano (come nel caso della sentenza del Tribunale di Milano del marzo 2006), questi dovrà cercare la risposta alla domanda partendo dal proprio diritto internazionale privato. L'art. 25, comma 2, L. n. 218/1995 stabilisce che «in particolare sono disciplinati dalla legge regolatrice dell'ente: a) la natura giuridica; b) la denominazione o ragione sociale; c) la co-

**Nota:**

(21) In questo senso M. Palmieri, *op. cit.*, 293.

stituzione, la trasformazione e l'estinzione; d) la capacità; e) la formazione, i poteri e le modalità di funzionamento degli organi; f) la rappresentanza dell'ente; g) le modalità di acquisto e di perdita della qualità di associato o socio nonché i diritti e gli obblighi inerenti a tale qualità; h) la responsabilità per le obbligazioni dell'ente; i) le conseguenze delle violazioni della legge o dell'atto costitutivo» (22). Questa elencazione non menziona l'emissione di obbligazioni. Ciò nonostante pare che l'emissione di obbligazioni, intesa come atto con il quale l'organo competente in seno alla società decide di emettere i titoli, possa essere fatta rientrare fra le materie regolate dalla *lex societatis*. Innanzitutto va osservato che l'art. 25, comma 2, L. n. 218/1995 non ha natura di elencazione tassativa, ma si limita a fare degli esempi. La disposizione si apre con l'inciso: «in particolare» sono disciplinati dalla legge regolatrice dell'ente. Al di là del dato letterale si è osservato in dottrina come il legislatore italiano non aveva altra ragionevole scelta che indicare in via esemplificativa le evenienze che ricadono nella *lex societatis* (23). Il motivo risiede nella complessità della materia societaria che mal si presta a un'elencazione delle varie possibili fattispecie effettuata con carattere di tassatività. La *lex societatis* disciplina dunque non solo le vicende espressamente elencate nell'art. 25, comma 2, L. n. 218/1995, ma può regolare altri aspetti della vita della società. In secondo luogo, l'atto di emissione delle obbligazioni è espressione dei poteri degli organi sociali e potrebbe quindi essere fatto rientrare nell'art. 25, comma 2, lett. e, L. n. 218/1995. Nel diritto italiano l'emissione di obbligazioni è deliberata dagli amministratori di s.p.a. (art. 2410, comma 2, c.c.). Sulla base di queste considerazioni pare ragionevole ritenere che l'atto di emissione delle obbligazioni sia da considerarsi un atto societario e ricada nella *lex societatis*.

Nel caso di emissione in Lussemburgo la disciplina di riferimento è quella lussemburghese. Questa legge disciplina anche i limiti all'emissione di obbligazioni. Vi è tuttavia da chiedersi, e la questione è di centrale rilevanza, se le disposizioni italiane sulla emissione di obbligazioni e in particolare le norme che pongono limiti all'emissione (art. 2412 c.c.) non debbano considerarsi come disposizioni di applicazione necessaria (art. 17 L. n. 218/1995). L'applicazione è necessaria nel senso che è fatta salva la prevalenza «delle norme italiane che, in considerazione del loro oggetto e del loro scopo, debbono essere applicate nonostante il richiamo alla legge straniera» (art. 17 L. n. 218/1995).

La giurisprudenza italiana ha affrontato la questione della natura delle disposizioni che regolano l'emissione di obbligazioni, anche se in un contesto diverso dal diritto internazionale privato. Una sentenza del Tribunale di Ancona del 2002 ha stabilito che le norme che regolano l'emissione di obbligazioni sono imperative (24). In questo caso l'emittente disponeva di un capitale di circa 54 milioni di euro, ma deliberò un'emissione obbligatoria per un valore di 267 milioni di euro. Così facen-

do, venne superato il limite allora vigente - previsto dall'art. 2410 c.c. - che consentiva l'emissione solo per somme non eccedenti il capitale versato ed esistente secondo l'ultimo bilancio approvato.

La questione del possibile carattere di disposizione di applicazione necessaria dell'art. 2412 c.c. era stata espressamente risolta dal legislatore italiano. Il D.Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 aveva difatti inserito un comma 7 nell'art. 2412 c.c., dal seguente tenore: «le disposizioni del presente articolo si applicano anche alle obbligazioni emesse all'estero da società italiane ovvero da loro controllate o controllanti, se negoziate nello Stato». Se l'emissione avviene da parte di società italiane, il diritto italiano si applica in quanto *lex loci incorporationis* (25). Se l'emissione avveniva da parte di società controllate da (o controllanti di) società italiane, il legislatore italiano prevedeva un'eccezione alla *lex loci incorporationis*, al fine di far prevalere la legge italiana. L'art. 2412, comma 7, c.c. è stato però abrogato dall'art. 11 della L. n. 262 del 28 dicembre 2005 (legge per la tutela del risparmio) (26). L'art. 2412 c.c. è stato, per un breve lasso di tempo, disposizione di applicazione necessaria. Esso rappresentava una delle poche disposizioni italiane in materia societaria che si dichiarano comunque applicabili indipendentemente dalla *lex societatis* estera che regola per il resto le società di origine straniera. Esempi di queste norme di applicazione necessaria sono gli articoli 2508-2510 c.c. Si tratta di un capo del codice civile rubricato «delle società costituite all'estero». Si prenda ad esempio l'art. 2509 c.c.: «le società costituite all'estero, che sono di tipo diverso da quelli regolati in questo codice, sono soggette alle norme della società per azioni, per ciò che riguarda gli obblighi relativi all'iscrizione degli atti sociali nel registro delle imprese e la responsabilità degli amministratori». Si tratta di una disposizione di applicazione necessaria perché essa impone l'applicazione del diritto italiano, per i profili in essa indicati, indipendentemente dalla *lex loci incorporationis* straniera che disciplina per il resto la società estera.

#### Note:

(22) M. Benedettelli, «Mercato» comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano, in *Riv. soc.*, 2003, 711, ritiene che la riforma del diritto societario del 2003 sarebbe stata una buona occasione per aggiornare e ampliare il catalogo di fattispecie rientranti nella *lex societatis*.

(23) M. Benedettelli, *Commento*, cit., 1113.

(24) Trib. Ancona 18 gennaio 2002, in questa *Rivista*, 2002, 464 ss., con nota di D. Lucarini Ortolani, *Banca Popolare di Ancona: un ritorno al passato?* Per l'emissione di obbligazioni da parte delle banche occorre osservare l'art. 12 TUB.

(25) S.M. Carbone, *op. cit.*, 424.

(26) Fra i primi commenti alla legge per la tutela del risparmio cfr. F. Capriglione, *Crisi di sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio* (L. n. 262 del 2005), in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, I, 125 ss.; G. Rossi, *La legge sulla tutela del risparmio e il degrado della tecnica legislativa*, in *Riv. soc.*, 2006, 1 ss.; V. Salafia, *La legge sul risparmio*, in questa *Rivista*, 2006, 137 ss.

Il legislatore italiano sembra essere consapevole che la previsione di disposizioni di applicazione necessaria può cozzare con il diritto comunitario. Per questa ragione si è prevista una clausola generale secondo cui «l'interpretazione ed applicazione delle disposizioni contenute nel presente capo è effettuata in base ai principi dell'ordinamento delle Comunità europee» (art. 2507 c.c.). Il significato da attribuirsi all'art. 2507 c.c. non è del tutto pacifico (27). L'art. 2507 c.c. impone di tenere conto del diritto comunitario ai fini degli artt. 2508-2510 c.c. Ma questa disposizione appare inutile, perché è evidente che il legislatore italiano deve tenere conto in ogni caso del diritto comunitario (28). Sono altre e di rango superiore le norme che impongono il rispetto del diritto europeo: si pensi solo all'art. 117, comma 1, Cost., secondo cui «la potestà legislativa è esercitata dallo Stato e dalle Regioni nel rispetto della Costituzione, nonché dei vincoli derivanti dall'ordinamento comunitario e dagli obblighi internazionali». Del diritto comunitario si deve tenere conto non solo ai fini degli artt. 2508-2510 c.c., bensì ai fini dell'intero diritto societario.

Se il legislatore italiano, per un certo periodo di tempo, ha indicato espressamente che l'art. 2412 c.c. è una disposizione di applicazione necessaria, ciò può essere fatto anche in futuro, in via d'interpretazione. Sono norme di applicazione necessaria non solo quelle che vengono dichiarate tali in modo espresso dalla legge. Possono essere disposizioni di applicazione necessaria anche tutte quelle che «in considerazione del loro oggetto e del loro scopo, debbono essere applicate nonostante il richiamo alla legge straniera» (art. 17 L. n. 218/1995). Il giudice italiano applica la legge vigente in un dato momento e non può dunque dare applicazione a una regola abrogata come l'art. 2412, comma 7, c.c. Il giudice italiano è tuttavia assoggettato al dettato dell'art. 17 L. n. 218/1995 e ha l'obbligo di chiedersi, prima di applicare una disposizione proveniente da altro ordinamento, se non vi siano norme italiane che devono comunque prevalere. Fatta salva, come sempre, la compatibilità con il diritto comunitario.

I criteri che devono guidare il giudice nell'identificare le disposizioni di applicazione necessaria sono «l'oggetto» e lo «scopo» della norma, dice l'art. 17 L. n. 218/1995. Ma qual è lo scopo che l'art. 2412 c.c. (e prima di esso l'art. 2410 c.c. previgente), nel fissare limiti all'emissione di obbligazioni, si prefigge (29)? La risposta a questa domanda non è così agevole, come si potrebbe pensare *prima facie*. Per il fatto che l'art. 2412 c.c. pone limiti all'emissione di obbligazioni in relazione a capitale e riserve della società si potrebbe essere indotti a pensare che la disposizione persegua lo scopo di tutelare i sottoscrittori delle obbligazioni. Gli obbligazionisti percepiscono un certo rendimento per il fatto di avere prestato danaro (si tratta degli interessi, che possono essere corrisposti nelle forme più diverse) e - alla fine del rapporto - ottengono la restituzione dell'importo originariamente versato. L'obbligazionista ha interesse a trovarsi di fronte

un emittente solido dal punto di vista economico-finanziario. Affinché la società sia in grado di pagare gli interessi e di restituire il capitale, viene posto un limite quantitativo al valore delle obbligazioni che si possono emettere. Se la società potesse indebitarsi senza limiti, la capacità di fare fronte ai propri doveri finanziari si ridurrebbe progressivamente in proporzione all'esposizione debitoria. In aggiunta agli obbligazionisti, la disposizione tutela anche gli altri creditori della società. I debiti verso gli obbligazionisti concorrono ad aumentare la generale esposizione debitoria della società e, dunque, a diminuire la capacità della società di far fronte ai propri debiti. I creditori in genere sono quindi interessati al rispetto del limite di cui all'art. 2412 c.c. L'art. 2412 c.c. potrebbe essere qualificata come disposizione imperativa già per il fatto che essa mira ad assicurare un certo livello di tutela dei creditori (30).

Le funzioni svolte dall'art. 2412 c.c. sono più articolate rispetto alla mera protezione degli obbligazionisti e dei creditori esterni alla società in generale. Questa disposizione è posta a tutela anche degli stessi soci. Se il peso dei prestiti obbligazionari è eccessivo, il capitale può venire intaccato. Il Tribunale di Ancona ha statuito che i limiti all'emissione di obbligazioni sono posti a garanzia dei singoli soci in relazione al loro credito sul capitale versato ed esistente (31). Sotto questo profilo si potrebbe forse arguire che il limite è dispositivo nel senso che i soci potrebbero accettare, assumendo un'esposizione debitoria particolarmente elevata, di decidere di rischiare di perdere il capitale. La tesi deve peraltro confrontarsi con la circostanza che, ai sensi dell'attuale diritto italiano, spetta agli amministratori (e non ai soci) deliberare l'emissione di obbligazioni (art. 2410, comma 1, c.c.). Inoltre va tenuto presente che vi possono essere soci di minoranza contrari all'emissione di obbligazioni per importi particolarmente elevati.

Più in generale il limite all'emissione di obbligazioni serve a limitare l'indebitamento complessivo della società e dunque a mantenere una proporzione fra le risorse

#### Note:

(27) Sul reale significato da attribuirsi al nuovo art. 2507 c.c. cfr. l'approfondito studio di F. Munari, *op. cit.*, 29 ss.

(28) M. Benedettelli, «Mercato» comunitario delle regole e riforma del diritto societario italiano, in *Riv. soc.*, 2003, 700, definisce l'art. 2507 c.c. come una norma «pedagogica». Essa non ha alcuna funzione reale, ma serve solo a ricordare che il diritto comunitario impone in materia societaria il rispetto di certe regole.

(29) Sulle funzioni dei limiti all'emissione di obbligazioni cfr. A. Bartalena, *Le nuove obbligazioni*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 551 s.; N. De Luca, *I finanziamenti societari*, in *Il mutuo e le altre operazioni di finanziamento* (a cura di V. Cuffaro), Bologna, 2005, 416; P. Ferro-Luzzi/F. Chiappetta, *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2005, 143 ss.

(30) Per l'imperatività delle disposizioni che pongono limiti all'emissione di obbligazioni si dichiara B. Inzitari, *op. cit.*, 670 ss.

(31) Trib. Ancona 18 gennaio 2002, in questa *Rivista*, 2002, 464 ss., con nota di D. Lucarini Ortolani, *Banca Popolare di Ancona: un ritorno al passato?*

messe a disposizione dai soci e le risorse messe a disposizione dai terzi. Si vuole cioè evitare che le s.p.a. operino utilizzando in modo eccessivo mezzi di terzi rispetto a quelli imputabili ai soci. Sotto questo profilo l'art. 2412 c.c. mira a garantire la stessa stabilità delle società e, generalizzando, del mercato finanziario. Da questo angolo visuale si può affermare che la disposizione in commento è imperativa.

Assumendo, ai fini del presente scritto, che vi sia coincidenza fra la nozione di «imperatività» e quella di «applicazione necessaria», si può concludere nel senso che l'art. 2412 c.c. è una norma di applicazione necessaria ai sensi dell'art. 17 L. n. 218/1995.

La conclusione cui si è appena giunti deve però fare i conti con i principi del diritto comunitario. La giurisprudenza della Corte di Giustizia, che si è riprodotta sopra, impone in modo deciso la prevalenza della *lex loci incorporationis*. La libertà di stabilimento delle società trova applicazione anche quando la costituzione di una società in un determinato ordinamento è formale, essendo l'oggetto principale della stessa sito in un altro ordinamento.

Nella sentenza *Inspire Art*, la Corte di Giustizia ha stabilito che la tutela dei creditori non permette di giustificare l'ostacolo alla libertà di stabilimento, garantita dal Trattato CE, rappresentato dalle disposizioni di una legislazione nazionale sul capitale minimo (punti nn. 104, 105, 142 e 143 della sentenza *Inspire Art*). Se i requisiti di capitale non possono costituire una limitazione al diritto di stabilirsi, deve ritenersi che anche i limiti all'emissione di obbligazioni non possano giustificare una tale limitazione. I motivi di tutela dei terzi che spingono a disciplinare il capitale e le obbligazioni sono simili, anche se non identici. Il diritto comunitario non considera sufficienti queste ragioni per limitare la libertà di circolazione. Il Lussemburgo può fissare i limiti all'emissione di obbligazioni che preferisce (che possono essere particolarmente bassi) e l'Italia non può invocare l'art. 2412 c.c. quale disposizione di applicazione necessaria.

La giurisprudenza comunitaria indica tuttavia che esistono ancora margini per una «auto-tutela» dei singoli ordinamenti. La sentenza *Inspire Art*, come si è visto sopra, sembra fare salvo il solo caso estremo dell'«abuso» o «frode». Alcune delle circostanze che caratterizzano l'emissione di obbligazioni Cirio paiono effettivamente essere indicative di un intento abusivo o fraudolento: 1) i danari raccolti dalla società lussemburghese erano destinati alle esigenze finanziarie non della società lussemburghese (scatola vuota), bensì della società italiana; 2) il gruppo Cirio era indebitato nei confronti delle banche; 3) i danari raccolti erano destinati a ripianare tali debiti; 4) si sapeva dunque sin dall'inizio che sarebbe stato pressoché impossibile onorare i debiti che si andavano a contrarre con i risparmiatori. A queste condizioni di fatto esistono forse i margini per affermare non tanto che l'art. 2412 c.c. è disposizione di applicazione necessaria (perché vi osta, probabilmente, il diritto co-

munitario), quanto piuttosto che i singoli soggetti che hanno posto in essere quella specifica operazione di emissione di obbligazioni si sono avvalsi di discrasie fra le regolamentazioni nazionali al fine di ingannare investitori non professionali.

### (segue): b) il caso Fiat quale esempio della prassi

A questo punto pare utile uno sguardo alla prassi applicativa. Si illustra qui di seguito la documentazione relativa a un'emissione di obbligazioni da parte di una società del gruppo Fiat. Si è preso ad esempio il prospetto informativo relativo all'offerta pubblica di sottoscrizione e di quotazione delle obbligazioni «Fiat Step Up Amortizing 2001-2011» (32).

L'emittente in questo caso è Fiat Finance & Trade Ltd. società anonima, una società di diritto lussemburghese. Il prospetto chiarisce la funzione di questa società, consistente nello svolgere attività di tesoreria e d'intermediazione finanziaria nell'ambito del gruppo Fiat. Si tratta di una società interamente posseduta, anche se in modo solo indiretto, da Fiat s.p.a.

Il prospetto contiene alcuni richiami alla legge applicabile. Innanzitutto si stabilisce che «l'emittente non prevede la possibilità di rimborso anticipato fatto salvo il caso in cui, per disposizione della legge lussemburghese, vengano introdotte ritenute o detrazioni fiscali sugli interessi che rendano particolarmente onerose per l'emittente le obbligazioni stesse» (p. 2 prospetto Fiat). Questo richiamo alla legge lussemburghese va collocato in un contesto del tutto particolare, di carattere fiscale. Esso dunque è al di fuori dei limiti dell'indagine condotta nel presente articolo (33). Il prospetto chiarisce inoltre che i danari raccolti con l'emissione di obbligazioni sono destinati a finanziare società del gruppo Fiat (p. 4 prospetto Fiat). Si è già menzionato sopra come gli emittenti lussemburghesi normalmente non svolgono altra funzione che quella di veicolo (fiscale e/o societario). Essi non necessitano dunque dei danari raccolti, che vengono invece fatti confluire laddove servono per l'esercizio di un'attività industriale (o anche solo per coprire debiti preesistenti di società facenti parte del gruppo). Il prospetto stabilisce poi che «i diritti connessi ai titoli sono quelli di legge lussemburghese per i titoli della stessa categoria». Il prospetto continua occupandosi dei collocatori, che - nel caso di specie - sono alcune banche di diritto italiano. In questo contesto si torna al diritto italiano poiché viene richiamato espressamente l'art. 30 TUF per l'offerta fuori sede (p. 6 prospetto Fiat). Il prospetto prevede, infine, che le obbligazioni sono sottoposte al regime di forma, di legittimazione e di circolazione secondo la disciplina vigente nell'ordinamento inglese (p. 12 prospetto Fiat).

#### Note:

(32) Il prospetto informativo è pubblicato in [www.fiatgroup.com](http://www.fiatgroup.com).

(33) Anche alle pagine 3, 5 e 11 del prospetto Fiat si rinviengono richiami alla legge lussemburghese legati a profili di carattere fiscale.

### Cenni alla legge applicabile al contratto di collocamento

Le obbligazioni, una volta emesse dalla società lussemburghese, devono essere sottoscritte da qualcuno. Solo in questo modo si realizza la funzione di finanziamento cui l'emissione mira. L'emittente, al fine di gestire il processo di collocamento, si avvale di intermediari (34). Nella prima fase opera normalmente un solo soggetto, detto *lead manager* (in italiano: «responsabile del collocamento») (35). Costui organizza, insieme con l'emittente, l'emissione di obbligazioni. In una seconda fase il *lead manager* viene affiancato da un numero più elevato di intermediari (di solito fra i 5-6 e i 20). Vi è la presenza di una molteplicità di operatori per diverse ragioni, fra cui vale menzionare: una più diffusa ripartizione del rischio, l'internazionalità dell'operazione e una maggiore facilità di collocare le obbligazioni presso un pubblico ampio (36). Questi soggetti, detti *manager* (in italiano: «collocatori»), sottoscrivono le obbligazioni per la prima volta (c.d. mercato «primario» degli strumenti finanziari). Nella maggior parte dei casi, tuttavia, la sottoscrizione non è fine a sé stessa. Gli intermediari non operano cioè come investitori finali, ma come semplici negozianti. I *manager* procedono dunque alla rivendita delle obbligazioni (c.d. mercato «secondario» degli strumenti finanziari). Queste due operazioni (sottoscrizione da parte dei *manager* e vendita a terzi), fra l'altro, avvengono spesso in un brevissimo lasso di tempo. La situazione può essere ulteriormente complicata dal fatto che i *manager* non vendono direttamente a piccoli investitori, bensì ad altri investitori professionali, i quali curano poi - in una terza e ultima fase - la rivendita al dettaglio. I rivenditori finali sono banche che dispongono di numerose filiali, mediante le quali è facile vendere al grande pubblico.

Le procedure di collocamento sono disciplinate da appositi contratti, detti appunto contratti di collocamento. I *manager* sottoscrivono le obbligazioni e si impegnano a curarne la rivendita a terzi. Pare ragionevole ritenere che il contratto di collocamento debba considerarsi separatamente dalla sottoscrizione delle obbligazioni. Con la sottoscrizione dei titoli l'intermediario diventa obbligazionista. La banca è però anche parte di un contratto di collocamento con il quale si impegna, insieme ad altri intermediari, a curare la distribuzione delle obbligazioni. Non è possibile soffermarsi in questa sede sulle diverse tipologie di contratti di collocamento e sulle clausole che vi possono essere tipicamente inserite (37). Secondo un'opinione dottrinale il contratto di collocamento può essere ricondotto a un mandato, trattandosi del contratto con cui l'intermediario assume l'obbligo di collocare le obbligazioni (38).

Al fine di individuare il diritto applicabile al contratto di collocamento il giudice italiano deve guardare alle disposizioni di diritto internazionale privato italiane. Il nostro diritto internazionale privato prevede che «le obbligazioni contrattuali sono in ogni caso regolate dalla

Convenzione di Roma del 19 giugno 1980 sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali, resa esecutiva con la legge 18 dicembre 1984, n. 975, senza pregiudizio delle altre convenzioni internazionali, in quanto applicabili» (art. 57 L. n. 218/1995). Non risulta che ai contratti di collocamento siano applicabili convenzioni internazionali. La materia pare dunque essere disciplinata dalla Convenzione di Roma. L'art. 3, paragrafo 1, della Convenzione di Roma dichiara: «il contratto è regolato dalla legge scelta dalle parti. La scelta deve essere espressa, o risultare in modo ragionevolmente certo dalle disposizioni del contratto o dalla circostanze».

La giurisprudenza italiana edita in materia non sembra porsi la domanda di quale sia il diritto applicabile ai contratti di collocamento. Si prenda ad esempio la sentenza del Tribunale di Milano del marzo 2006. Dal testo di questa pronuncia non risulta se i contraenti avessero assoggettato il contratto di collocamento a una determinata legge. Tuttavia la sentenza del Tribunale di Milano fa riferimento ad alcune caratteristiche della emissione: società emittente (Cirio Holding Luxembourg s.a.), data di emissione (febbraio 2001) e rendimento (6,25%). Questi dati inducono a chiedersi se non si tratti esattamente della stessa vicenda affrontata in un'altra pronuncia di merito: la sentenza del Tribunale di Rimini del maggio 2005 (39). Qui si fa riferimento a un'emissione effettuata dallo stesso emittente (Cirio Holding Luxembourg s.a.), nello stesso periodo (febbraio 2001) e con lo stesso rendimento (6,25%). È lecito ritenere che si tratti della stessa emissione di obbligazioni. Se è vero che le due sentenze del Tribunale di Milano del marzo 2006 e del Tribunale di Rimini del maggio 2005 hanno per oggetto la stessa vicenda, se ne possono trarre alcune considerazioni rilevanti ai fini del presente articolo. Nel caso deciso dal Tribunale di Ri-

#### Note:

(34) Sul processo di emissione e di collocamento delle obbligazioni cfr. A. Perrone, *Informazione al mercato e tutele dell'investitore*, Milano, 2003, 66 s.; A. Pisani Massamormile, *Emissioni obbligazionarie e responsabilità degli intermediari*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 781 ss.

(35) Il termine italiano corretto per *lead manager* è quello di «responsabile del collocamento». La definizione è contenuta nell'art. 3 della Delibera Consob 14 maggio 1999, n. 11971. Regolamento recante norme di attuazione del Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 in materia di emittenti: «il soggetto che organizza e costituisce il consorzio di collocamento, il coordinatore del collocamento o il collocatore unico».

(36) S. Kümpel, *Bank- und Kapitalmarktrecht*, III ed., Köln, 2004, 1235.

(37) Si tenga presente che, in certi casi, le operazioni sono strutturate in modo tale da prevedere limiti alla rivendita delle obbligazioni (c.d. «selling restrictions»), altra questione sulla quale non ci si può qui soffermare. In materia cfr. F. Bochicchio, *Servizi di investimento e obbligazioni in «selling restriction»: individuazione dei divieti e limiti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2005, I, 197 ss.

(38) In questo senso T. Ballarino, *La Convenzione di Roma del 1980 sulle obbligazioni contrattuali e le società commerciali*, in *Riv. not.*, 1993, I, 11.

(39) Trib. Rimini 11 maggio 2005, in *Giur. it.*, 2006, 522 ss., con nota di G. Cottino, *Una giurisprudenza in bilico: i casi Cirio, Parmalat, bonds argentini*.

mini risulta difatti dal testo della sentenza che l'emissione di obbligazioni era assoggettata al diritto inglese. Anche nel caso deciso dal Tribunale di Milano la fattispecie era allora probabilmente disciplinata dal diritto inglese. Né il giudice di Milano né il giudice di Rimini attribuiscono alcun rilievo a questa circostanza.

In caso di scelta di legge vi sono due possibilità: si può trattare del diritto italiano oppure di un diritto straniero. Nel caso deciso dal Tribunale di Milano nel marzo 2006, le parti potrebbero avere scelto - nel contratto di collocamento - il diritto italiano, considerato che: 1) l'emissione concerne una persona giuridica sì estera (la Cirio lussemburghese) ma riconducibile a un soggetto italiano (la Cirio italiana); 2) almeno uno dei partecipanti al consorzio di collocamento (la banca convenuta in giudizio) è italiana. La scelta del diritto applicabile al contratto di collocamento dipende, ovviamente, anche dal numero e dalla nazionalità dei soggetti che partecipano al consorzio. Si immagini che le obbligazioni siano da distribuire in Francia, Germania e Italia e che a questa operazione partecipino anche francesi, tedeschi e

italiane. In questo caso è difficile che francesi e tedeschi accettino che il contratto, almeno per quanto li riguarda, venga assoggettato al diritto italiano. Si tenderà a optare per il diritto di un ordinamento terzo, come potrebbe essere quello inglese. Non disponendo del testo del contratto di collocamento nel caso specifico deciso dal Tribunale di Milano si possono fare solo speculazioni. Se i contraenti hanno scelto il diritto italiano, la soluzione può essere effettivamente quella fatta propria dall'autorità giudiziaria milanese. Il Tribunale di Milano ha però omesso di effettuare le dovute verifiche (o quantomeno: non ne ha dato atto nel testo della sentenza). Questa autorità giudiziaria dà per scontato che la vicenda debba giudicarsi secondo la *lex fori*. Il Tribunale di Milano avrebbe invece dovuto porsi la domanda di diritto internazionale privato. Doveva cioè chiedersi e verificare quale fosse la legge applicabile al contratto. Se il contratto di collocamento era assoggettato a una legge diversa da quella italiana, la soluzione del caso avrebbe potuto essere diversa, in dipendenza - appunto - da quanto stabilisce la legge straniera.

## RIVISTE

### Il Corriere del Merito

**Mensile di giurisprudenza civile, penale e amministrativa commentata**

*Direzione scientifica Civile: Guido Alpa, Vincenzo Carbone, Claudio Consolo, Vincenzo Cuffaro, Vincenzo Mariconda, Pietro Rescigno*

*Direzione scientifica Penale: Stefano Corbetta, Emilio Dolcini, Angelo Giarda, Giorgio Marinucci*

*Direzione scientifica Amministrativa: Francesco Caringella, Giuseppe Chinè, Rosanna De Nictolis, Fabio Francario, Marco Lipari*

*Periodicità: mensile*

La rivista è divisa in tre parti: **Civile, Penale, Amministrativo**, ciascuna delle quali si struttura in:

- **Primo piano** – per una prima analisi sulle questioni di maggiore attualità;
- **Osservatori** – il panorama degli orientamenti giurisprudenziali dei Fori italiani tramite massime d'Autore e note puntuali;
- **In evidenza** – le sentenze più significative riportate per esteso con autorevoli commenti dal taglio operativo;
- **Contrasti risolti** – i contrasti rimessi alle Sezioni Unite della Corte di cassazione e all'Adunanza plenaria del Consiglio di Stato e le soluzioni adottate, il "punto fermo" alle tematiche controverse.

Il servizio online, riservato esclusivamente agli abbonati e consultabile all'indirizzo [www.ipsoa.it/ilcorrieredelmerito](http://www.ipsoa.it/ilcorrieredelmerito), permette all'utente di accedere con tempestività a tutte le novità d'interesse.

Abbonamento annuale € 165,00

#### Per informazioni

- **Servizio Informazioni Commerciali**  
(tel. 02.82476794 – fax 02.82476403)
- **Agente Ipsoa di zona** ([www.ipsoa.it/agenzie](http://www.ipsoa.it/agenzie))
- [www.ipsoa.it](http://www.ipsoa.it)

