

*- testo provvisorio non soggetto a circolazione o citazione, se non previo
consenso dell'autore -*

XVII CONVEGNO ANNUALE
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA:
FRA OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED
AUTONOMIA PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"**

Roma, 27-28 febbraio 2026

PETER AGSTNER

Professore associato - Libera Università Bolzano

Il ruolo delle norme imperative nel diritto delle società di capitali "chiuse"

SOMMARIO: 1. Introduzione. - 2. Precisazione del piano d'indagine. - 3. Norme dispositive vs. norme imperative: alla ricerca delle coordinate di rispettivo posizionamento. - 4. Spunti comparatistici. - 4.1. Il diritto societario tedesco tra *Satzungsstrenge* e *Gestaltungsfreiheit*. - 4.2. Il diritto societario del Delaware tra spinte *anti-contractarian* e *contractarian*. - 5. Le aree di potenziale intervento paternalistico "forte". - 6. Conclusioni.

1. Introduzione

Uno dei temi di vertice di maggiore rilevanza in ogni campo del sapere scientifico è quello relativo al rapporto dialettico tra libertà e autorità¹. Nell'ambito del diritto societario, un insigne esponente della

¹ D'obbligo è il richiamo all'*opus magnum* di M. WEBER, *Wirtschaft und Gesellschaft*, 5. Aufl., Tübingen, 1972, 398 ss. Per ulteriori sviluppi merita segnalare, con prospettive e conclusioni d'indagine non sempre coincidenti, i contributi seminali di M. FOUCAULT, *Nascita della biopolitica* (trad. it.), 5^a ed., Milano, 2020; J. HABERMAS, *Faktizität und Geltung*, 4. Aufl., Frankfurt a. M., 1994, 109 ss.; F.A. VON HAYEK, *La via della schiavitù* (trad. it.), Soveria Mannelli, 2011.

giuscommercialistica moderna ebbe modo di descrivere tale *vexata quaestio* come la “*wohl schwierigste Frage des Gesellschaftsrechts*”². Nell’alveo della (ancora oggi?) dominante scuola di pensiero neoliberale⁴ e della cc.dd. Nuova Economia Istituzionale⁵, questa problematica ha assunto particolare vigore e interesse specialmente nella dottrina statunitense, ove si assisteva, a partire dalla fine degli anni ’80 del secolo scorso, all’emersione della nota contrapposizione tra visioni *contractarian* e *anti-contractarian*⁶.

In generale, l’idea di una intangibile autonomia privata è stata giustamente paragonata a un *Traumschloss* (= castello da sogno)⁷ o *mystifizierendes Leuchtfener* (= faro mistificante)⁸. Chiaramente, ciò non equivale a disconoscere il valore primo dell’autonomia statutaria

² K. WIELAND, *Handelsrecht, Bd. I: Das kaufmännische Unternehmen und die Handelsgesellschaften*, München-Leipzig, 1921, 579, testo e nt. 4.

³ Pare innegabile che attualmente sia in corso, seppure per finalità politico-economiche non sempre coerenti e trasparenti, un superamento o, almeno, annacquamento di quella che convenzionalmente viene chiamata “dottrina Friedman”. In argomento, con speciale riguardo al diritto della concorrenza, S. THOMAS, *Wettbewerb, Wohlfahrt und Demokratie – ordnungspolitische Bewertung aktueller Entwicklungen*, in *ZHR*, 2024, 762 ss.; nella nostra dottrina, per analoghe osservazioni, E. GINEVRA, *Libertà d’impresa, autonomia privata e nuove direttrici per l’interprete*, in *Liber amicorum per Aldo A. Dolmetta*, a cura di E. Ginevra et al., Pisa, 2023, 573 ss.; nonché gli interventi al convegno *Shareholder Value e Consumer Welfare: due teorie “neoliberali” al tramonto?*, organizzato dalla Rivista ODC (Roma, 14-15 aprile 2023). Per un originale nuovo approccio, detto “*law and political economy*”, J.S. BRITTON-PURDY-D. SINGH GREWAL-A. KAPCZYNSKI-K. SABEEL RAHMAN, *Building a Law-and-Political-Economy Framework: Beyond the Twentieth-Century Synthesis*, in 129 *Yale L.J.*, 2020, 1784 ss.

⁴ Sull’attiguo movimento (friburghese) dell’ordoliberalismo tedesco, v., per una buona sintesi, L. MESINI, *Stato forte ed economia ordinata*, Bologna, 2023. Nella nostra dottrina su questi temi, R. SACCHI-A. TOFFOLETTO (a cura di), *Esiste uno “stile giuridico” neoliberale? Atti dei seminari per Francesco Denozza*, Milano, 2019; F. DENOZZA, *Spettri del mitico “ordo”: diritto e mercato nel neoliberalismo*, in *Moneta e Credito*, 2019, 327 ss.

⁵ Cfr. R. RICHTER-E.G. FURUBOTN, *Neue Institutionenökonomik*, 4. Aufl., Tübingen, 2010, 165 ss.; O. WILLIAMSON, *The Economic Institutions of Capitalism*, New York, 1985, 15 ss., in part. 43 ss.

⁶ V., anzitutto, i contributi del simposio su *Contractual Freedom in Corporate Law*, raccolti in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1395 ss.; nonché il classico saggio di H. HANSMANN, *Corporation and Contract*, in 8 *Am. L. & Econ. Rev.*, 2006, 1 ss.; ora molto critico verso il *corporate contractarianism*, J. HARDMAN, *Tensions in Corporate Contractarianism: Rhetoric Rather than Logic*, in *Int. J. Semiot. Law*, 2025, 1 ss. (pubblicato online).

⁷ G. WAGNER, *Privatrechtsdogmatik und ökonomische Analyse*, in M. Auer et al. (hrsg.), *Privatrechtsdogmatik im 21. Jahrhundert: Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 80. Geburtstag*, Berlin-Boston, 2017, 281, 311 (“*Ein Rechtssystem, das nicht den Anspruch erhebt, das Verhalten der Rechtssubjekte zu steuern, ist ein Traumschloss ohne jeden Wert und sollte deshalb abgeschafft werden*”).

⁸ A. RÖTHEL, *Privatautonomie im Spiegel der Privatrechtsentwicklung: ein mystifizierendes Leuchtfener*, in C. Bumke-A. Röthel (hrsg.), *Autonomie im Recht*, Tübingen, 2017, 91 ss.

nell'organizzazione degli enti societari (*in dubio pro libertate*)⁹. La ragione, stando alla consolidata ricostruzione giuseconomica, consiste, *da un lato*, nell'assunto secondo cui, postulata una condizione di concorrenza perfetta, l'autonomia contrattuale determina uno stato di equilibrio economico generale Pareto-efficiente¹⁰, non ottenibile tramite interventi regolatori limitativi di siffatta libertà¹¹; *dall'altro lato*, in base al noto teorema di Coase¹², ogni intervento da parte di un pianificatore sociale sarebbe inutile, visto che le parti, a prescindere dall'originaria allocazione delle risorse (c.d. tesi dell'invarianza), si accorderanno sempre, in assenza di costi di transazione, per una ripartizione di dette risorse tale da assicurare il massimo benessere complessivo (c.d. teoria dell'efficienza). Del tutto correttamente, però, è stato osservato che è irrealistico assumere situazioni

⁹ L'istanza (invero) pregiuridica di libera autodeterminazione individuale (*stat pro ratione voluntas*), dopo avere plasmato le dottrine del diritto naturale, le scuole storica e pandettistica e, per queste vie, le grandi codificazioni ottocentesche (su quest'evoluzione, in luogo di tutti, F. WIEACKER, *Privatrechtsgeschichte der Neuzeit*, 3. Aufl., Göttingen, 2016, 287 ss., 339 ss., 348 ss.; L. MENGONI, *Dogmatica giuridica*, in L. Mengoni, *Ermeneutica e dogmatica giuridica. Saggi*, Milano, 1996, 25 ss.; ora M. SCHMOECKEL, *Die Entwicklung der Vertragsfreiheit in ihren Etappen und Motiven*, in *ZIP*, 2025, 3120 ss.), rappresenta ancora oggi il pilastro su cui poggia la più efficiente regolamentazione dei rapporti e degli interessi privati nell'economia liberale di mercato (E. BETTI, *Teoria*, 44: "L'iniziativa privata è il congegno motore di ogni consapevole regolamento reciproco d'interessi privati"; P. RESCIGNO, *L'autonomia dei privati*, in *Iustitia*, 1967, 3 ss.). Al contempo, però, in risposta ad una crescente domanda sociale di maggiore giustizia materiale, spesso poi costituzionalmente puntellata, sin dai primi decenni del secolo scorso forti si sono levate le voci che sollecitavano interventi pubblici redistributivi per realizzare un ordine più giusto ed equo della società economica [da ultimo, in argomento, L. BALESTRA, *Spunti in tema di autonomia contrattuale (in dialogo con Guido Alpa)*, in *Riv. dir. civ.*, 2025, 1172, 1175 ss., 1179 s.].

¹⁰ V. PARETO, *Il massimo di utilità dato dalla libera concorrenza*, in *9 Giornale degli Economisti*, 1894, 48 ss.; critico sugli assunti di base della superiorità paretiana, G. CALABRESI, *The Pointlessness of Pareto: Carrying Coase Further*, in *100 Yale L.J.*, 1991, 1211 ss., 1216 ("the Pareto criterion is of no general use as a normative guide").

¹¹ K.J. ARROW-F.H. HAHN, *General Competitive Analysis*, Amsterdam, 1971, *passim*, con proposizione - questa - costituente un'applicazione del primo teorema fondamentale dell'economia del benessere, sviluppato sempre da Arrow e da Debreu (K.J. ARROW-G. DEBREU, *Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy*, in *22 Econometrica*, 1954, 265 ss.).

¹² R.H. COASE, *The Problem of Social Cost*, in *3 J.L. & Econ.*, 1960, 1 ss. Sul teorema coasiano e la visione convenzionale delle norme default, A. SCHWARTZ, *The Default Rule Paradigm and the Limits of Contract Law*, in *3 S. Cal. Interdisc. L.J.*, 1993, 397 ss. Personalmente si intravede una certa somiglianza tra il teorema di Coase e la teoria della c.d. *Richtigkeitsgewähr* elaborata nella civilistica tedesca già negli anni '40 del secolo scorso da W. SCHMIDT-RIMPLER, *Grundfragen einer Erneuerung des Vertragsrechts*, in *AcP*, 1941, 130 ss., 169 s.

di concorrenza perfetta e/o l'esistenza di un mondo senza costi di transazione e con *homines oeconomici* (o REEM¹³) pienamente informati e razionali¹⁴.

Vieppiù, in ragione di ormai comprovati "fallimenti" della libertà statutaria¹⁵, tipicamente di matrice *behavioral*¹⁶, indubbia sembra la necessità di un adeguato governo, e giammai elisione, della discrezionalità contrattuale¹⁷. Invero, pare oggi difficilmente revocabile in dubbio che il riconoscimento di un'indiscriminata autodeterminazione, a dispetto di quanto predicato all'alba della riforma del 2003 sulla scia del proposito

¹³ Questa abbreviazione sta per *resourceful, evaluating, maximizing man*, termine coniato da K. BRUNNER-W.H. MECKLING, *The Perception of Man and the Conception of Government*, in 9 *Journal of Money, Credit and Banking*, 1977, 70, 71; per l'ulteriore declinazione in RREEMM (*resourceful, restricted, expecting, evaluating, maximising man*), v. S. LINDENBERG, *Homo Socio-oekonomiicus: The Emergence of a General Model of Man in the Social Sciences*, in 146 *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 1990, 727 ss.

¹⁴ Per una sintesi v. H. EIDENMÜLLER, *Kapitalgesellschaftsrecht im Spiegel der ökonomischen Theorie*, in *JZ*, 2001, 1041, 1051. La teoria dell'utilità attesa, le cui radici storiche sono da rinvenirsi nel paradosso di San Pietroburgo risolto da Daniel Bernoulli, con successiva sistematizzazione e formulazione dei quattro fondamentali assiomi (indipendenza, transitività, dominanza e invarianza) ad opera di John von Neumann e Oskar Morgenstern (*Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton-Oxford, 2004), afferma che l'agente, in presenza di decisioni in condizioni di rischio, opterà per quella alternativa decisionale da cui si attende la maggiore utilità. L'utilità attesa si determina sommando i prodotti tra le utilità di ogni possibile esito decisionale e la probabilità del loro avveramento. Per una serrata critica avverso il neoliberalismo e il sotteso modello della *rational choice*, v., nella nostra dottrina, F. Denozza, *La frammentazione del soggetto nel pensiero giuridico tardo-liberale*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 13, 23 ss., 30 ss., il quale ritiene che "dentro la nozione di *homo oeconomicus* convivono inevitabilmente due modelli di soggetto addirittura contrapposti" (p. 31), ovvero quello passivo destinato ad operare nei mercati statici di tipo neoclassico e quello strategico destinato ad agire su mercati di tipo schumpeteriano.

¹⁵ In generale sul tema dei fallimenti connessi all'autoregolazione privatistica degli interessi, fra diversi, G. BACHMANN, *Private Ordnung*, Tübingen, 2006, 48 ss.; V. DI CATALDO, *Società a responsabilità limitata e autonomia statutaria. Un regalo poco utilizzato, e forse poco utile*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 556 ss.; C.R. SUNSTEIN, *The Storrs Lectures: Behavioral Economics and Paternalism*, in 122 *Yale L.J.*, 2013, 1842 ss. ("*behavioral market failures*"); P. AGSTNER, *La gestione dei conflitti tra soci nelle società di capitali chiuse. Fra autonomia ed eteronomia*, Torino, 2024, *passim*, ove anche (p. 69 ss.) la dimostrazione empirica circa un utilizzo inadeguato e *biased* dell'autonomia statutaria.

¹⁶ Per un esame delle anomalie comportamentali alla base dei "fallimenti" dell'autonomia statutaria, P. AGSTNER, *La gestione*, 58 ss., 64 ss.

¹⁷ Nella civilistica italiana, v. i fondamentali studi di A. DI MAJO, *La tutela civile dei diritti*, vol. III, 4a ed., Milano, 2003, 395 ss.; e S. RODOTÀ, *Le fonti di integrazione del contratto*, rist. integr., Milano, 2004, 111 ss.

giuspolitico di una maggiore contrattualizzazione del diritto societario¹⁸, determini in ultima analisi – in una specie di eterogenesi dei fini – minore o più scarsa protezione di determinati gruppi d’interesse meritevoli di tutela (soci di minoranza, creditori, *stakeholders*, con opportuna differenziazione tra i diversi tipi societari e la presenza di attori più o meno sofisticati)¹⁹. Ebbene, tale assunto è particolarmente vero proprio con riguardo al macro-tipo delle società di capitali “chiuse”, le quali costituiscono l’oggetto esclusivo della presente indagine, attecchendosi invece la problematica in questione in modo differente nelle società “aperte”, giacché diversi sono in esse i problemi di agenzia tra i soggetti coinvolti dall’azione societaria e di mercato e la correlativa direzione di intervento regolatorio da parte del legislatore, nazionale e unionale²⁰.

2. *Precisazione del piano d’indagine*

Entro questa cornice, la maggiore difficoltà consiste nel fatto di dover conseguire – tramite la mano visibile del diritto²¹ – un efficace contemperamento tra il rispetto della libertà di autodeterminazione, di per

¹⁸ Già parzialmente critici verso tale concezione contrattualistica e individualistica, F. D’ALESSANDRO, «*La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata*». *Ovvero: esiste ancora il diritto societario?*, in *Riv. soc.*, 2003, 39; M. LIBERTINI, *Ancora a proposito di principi e clausole generali, a partire dall’esperienza del diritto commerciale*, in *Rivista ODC*, 2018, 9 («... in una cornice di esaltazione ideologica del contrattualismo societario e della massima autonomia statutaria, nonché di diffidenza verso interventi “dirigistici” da parte del legislatore o dei giudici»); nella dottrina statunitense, con ampia e antesignana prospettiva d’indagine (vertente attorno ai “concorrenti” motivi di *policy* basati sugli effetti di redistribuzione, paternalismo e/o efficienza delle scelte normative), D. KENNEDY, *Distributive and Paternalist Motives in Contract and Tort Law, with Special Reference to Compulsory Terms and Unequal Bargaining Power*, in 41 *Md. L. Rev.*, 1982, 563, 575 ss.

¹⁹ Ad esempio, nell’ipotesi di imprese startup finanziate da operatori specializzati come fondi di *private equity* o *venture capital*, i conflitti di agenzia, e le connesse istanze di tutela sottese, si attecchiano – come anche empiricamente dimostrato – in modo molto diverso rispetto a quanto accade in società “chiuse” con compagine sociale tradizionale. Per questa notazione P. GIUDICI-P. AGSTNER-A. CAPIZZI, *The Corporate Design of Investments in Startups: A European Experience*, in *EBOR*, 2022, 787 ss.; diffusamente anche E. POLLMAN, *Startup Governance*, in 168 *U. Pa. L. Rev.*, 2019, 155 ss.

²⁰ Su questa “contrapposizione” di logiche di tutela e di *policy*, fra tutti, C. ANGELICI, *A proposito di autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, II, 449, 453 (“... tendenziale corrispondenza fra il tasso di rigidità della disciplina e la intensità dei rapporti con il mercato finanziario”).

²¹ Per quest’espressione, E.-J. MESTMÄCKER, *Recht und ökonomisches Gesetz*, 2. Aufl., Baden-Baden, 1984, 104 ss.; sulle principali questioni economiche connesse all’idea di derivazione smithiana della mano invisibile, per un’efficace sintesi, A. VILKS, *Im Griff der unsichtbaren Hand*, Hamburg, 2025.

sé indispensabile e irrinunciabile, e la protezione dei rilevanti centri d'interesse da una pregiudizievole "autointerdizione"²². Il tema cruciale diviene allora quello di colmare i "vuoti" lasciati da un'inefficiente attività di *private ordering*²³. Tale traiettoria d'indagine non può che implicare un'attenzione speciale rivolta allo strumentario di intervento regolatorio, in particolare al rapporto dicotomico-dialettico tra norme dispositive e norme imperative. Infatti, anche se oggetto del presente lavoro è la funzione (di tutela) della norma imperativa nel diritto societario, questo esame giocoforza, quasi ontologicamente, non può andare disgiunto da un approfondimento della *concorrente* funzione (di tutela) esplicita dalla norma dispositiva²⁴. Proprio il loro interagire nel *continuum* spaziotemporale del diritto societario determina il particolare posizionamento di

²² In questi termini, W. GOETTE, *Gesellschaftsrechtliche Grundfragen im Spiegel der Rechtsprechung*, in ZGR, 2008, 436, 441 ("Auffinden der richtigen Balance zwischen der Respektierung der privatautonomen Gestaltung der Zusammenarbeit der mehreren Gesellschafter und ihrem Schutz vor Selbstentmündigung"); nella nostra dottrina, per analoghe riflessioni, F. D'ALESSANDRO, *Il mantello di San Martino, la benevolenza del birraio e la Ford modello T, senza dimenticare Robin Hood (Divagazioni semi-serie sulla c.d. responsabilità sociale dell'impresa e dintorni)*, in Riv. dir. civ., 2022, 409, 419, nt. 13 ["La strada dovrebbe essere quella di individuare e misurare di volta in volta i fattori distorsivi che allontanano alcune categorie di fenomeni dal modello tradizionale (asimmetrie, contraenti deboli, abusi di potere di mercato ecc.) e valutare le misure acconce a fronteggiare i corrispondenti problemi o bisogni di tutela"]; A. ZOPPINI, *Le domande che ci propone l'economia comportamentale ovvero il crepuscolo del «buon padre di famiglia»*, in G. Rojas Elgueta-N. Vardi (a cura di), *Oltre il soggetto razionale*, Roma, 2014, 15 ("conciliare la libertà di scelta con l'intervento ortopedico dell'ordinamento").

²³ In via di prima approssimazione, cfr. J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente und Regulierungsstrategien im Kapitalgesellschaftsrecht*, Tübingen, 2012, 35 ss.; H. FLEISCHER, *Gesetz und Vertrag als alternative Problemlösungsmodelle im Gesellschaftsrecht*, in ZHR, 2004, 673, 685 ss.; icasticamente G. SPINDLER, *Deregulierung des Aktienrechts*, in AG, 1998, 58 ("... Privatautonomie angenommene Richtigkeitsgewähr des Vertrages versagt und daher zwingende Regeln als Korrektiv zugunsten der unterlegenen Partei eingreifen müssen").

²⁴ L'accento posto sulla funzione di tutela, e quindi su un elemento teleologico-finalistico del comando di legge, è centrale nelle riflessioni più raffinate degli esponenti della teoria generale ermeneutica: il pensiero corre, anzitutto, ai contributi di E. BETTI, *Teoria generale della interpretazione*, Milano, 1955 (in due volumi), *passim*; ID., *Interpretazione della legge e degli atti giuridici*, 2a ed., Milano, 1971, 283 ss., 285 ("... è compito dell'interprete spiritualizzarla [la norma: n.d.r.] considerandovi immanente il momento teleologico e rendendosi conto della coerenza dell'intero sistema"); L. MENGONI, *L'argomentazione orientata alle conseguenze*, in L. Mengoni, *Ermeneutica e dogmatica giuridica*, Milano, 1996, 91 ss.; nella recente dottrina giuscommercialistica valorizza tale canone interpretativo V. CARIELLO, *Paradigmi e linguaggi interpretativi*, Torino, 2022, 124 ss. Invece, per una visione eminentemente assiologica-ordinamentale collocantesi a monte della struttura tecnico-formale delle norme, v. l'ampio studio monografico di M. GRONDONA, *Diritto dispositivo contrattuale. Funzioni, usi, problemi*, Torino, 2012, *passim*.

ciascuna di essa²⁵. In altre parole, si assiste a una specie di “meccanismo a funzionamento alternante”, con riferimento al quale comunemente si ritiene che la norma dispositiva stia a rappresentare la regola, mentre la norma cogente l’eccezione, ossia, come autorevolmente detto, “isole nel mare del diritto dispositivo”²⁶.

Un simile percorso d’indagine, se adeguatamente articolato, dovrebbe in ultima analisi consentire di definire la conformazione “ottimale” – o, volendo enfatizzare, il “migliore dei mondi possibili” – della dialettica tra autonomia ed eterotutela, fornendo in tal modo un contributo alla teoria e tecnica della regolazione complessivamente intese²⁷. Per converso, non interessa in questa sede l’ulteriore dibattito sulla “natura” dell’autonomia statutaria nel raffronto con quella contrattuale-negoziale *tout court*²⁸; né, su un piano ancora diverso, il problema della legittimità, anzi dell’asserita doverosità, di una limitazione dell’autonomia statutaria in funzione della realizzazione di preminenti fini di utilità sociale o “di gruppo”²⁹.

²⁵ H. FLEISCHER, *Gesetz*, 692; K. PISTOR-Y. KEINAN-J. KLEINHEISTERKAMP-M.D. WEST, *Evolution of Corporate Law: A Cross-Country Comparison*, in 23 *U. Pa. J. Int’l L.*, 2002, 791, 796 (“*flexibility-rigidity continuum*”).

²⁶ Cfr. A. GAMBARO, *Contratto e regole dispositive*, in *Riv. dir. civ.*, 2004, I, 4, richiamando il contributo di E. RUSSO, *Norma imperativa*, 596; I. AYRES, *Menus Matter*, in 73 *U. Chi. L. Rev.*, 2006, 3, 4 (“*default rule revolution*”); M.A. EISENBERG, *The Structure of Corporation Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1461, 1469 (“... *mandatory rules are therefore needed only as a backstop*”); A. SCHWARTZ, *The Default*, 390; nella dottrina tedesca, parlando analogamente di *Deregulierungsdebatte*, S. BECHTOLD, *Die Grenzen zwingenden Vertragsrechts*, Tübingen, 2010, 118 ss.

²⁷ Per una prima approssimazione ai temi generali della privatizzazione e deregolamentazione quali tecniche regolatorie, cfr. bene W. MÖSCHEL, *Privatisierung, Deregulierung und Wettbewerbsordnung*, in *JZ*, 1988, 885 ss.; ID., *Regulierung und Deregulierung. Versuch einer theoretischen Grundlegung*, in *Festschrift für Ulrich Immenga zum 70. Geburtstag*, hrsg. v. A. Fuchs-H.P. Schwintowski-D. Zimmer, München, 2004, 277 ss.; F. MÖSLEIN, *Privatrechtliche Regelsetzung, Governance und Verhaltensökonomik*, in *Austrian Law J.*, 2014, 135 ss.; H. FLEISCHER, *Optionales europäisches Privatrecht* («28. Modell»), in *RabelsZ*, 2012, 235, 236 s. (“Die drängendste Aufgabe der Privatrechtswissenschaft in Europa liegt heute nicht mehr in der Beschreibung und Prognose der *richterlichen* Spruchpraxis, sondern im Vordenken neuer *gesetzlicher* Problemlösungen”; corsivo nell’originale); G. BACHMANN, *Optionsmodelle im Privatrecht*, in *JZ*, 2008, 11, 19 s.

²⁸ Su questa problematica cfr. C. ANGELICI, *A proposito*, 461 ss., 463; E. GINEVRA, *La certezza delle regole nel diritto commerciale*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, II, 323 ss., ove la distinzione tra norma-sanzione e norma-fattispecie.

²⁹ Si fa propugnatore di questa posizione, a mio avviso non esente da criticità (almeno per quanto attiene la compatibilità della relativa tesi di fondo, a coloritura indubbiamente istituzionalistica, con il dettato di cui all’art. 2247 c.c. e la finalità tuttora ancora egoistica della vicenda societaria), specialmente, E. GINEVRA, *Libertà d’impresa*, 573 ss.; ID., *Premesse a uno studio sulla rilevanza non contrattuale della società*, in *Studi Abbadessa*, 273 ss., 294 ss.

Dopo avere ricostruito le funzioni di tutela e gli spazi d'operatività reciproca delle norme dispositive vis-à-vis le norme imperative, la domanda susseguente si appunta sulla legittimità/opportunità o meno di una diversa modulazione, e giammai capovolgimento, del predetto rapporto regola-eccezione. Specificamente, quale precipitato applicativo, da chiarire e individuare sono in particolare le aree di disciplina (eventualmente differenziando fra i diversi tipi societari alla stregua anche della loro *Realstruktur*) ovvero le fattispecie, giocoforza paradigmatiche, in cui le regole cogenti possano trovare più efficace impiego nella concorrenza con quelle dispositive; nonché le condizioni capaci di giustificare tali interventi regolatori "forti"³⁰.

Ma andiamo per ordine.

3. Norme dispositive vs. norme imperative: alla ricerca delle coordinate di rispettivo posizionamento

Come anticipato, si tratta ora di enucleare le caratteristiche strutturali e funzioni di tutela delle norme dispositive vis-à-vis le norme imperative³¹. Una siffatta operazione di ricostruzione e d'analisi è certo non facile se si tiene in conto che il confine tra questi strumenti regolatori è, per certi versi, fluido e non interpretabile alla stregua di un netto *aut-aut*³². Nonostante queste indubbie criticità, risulta tuttavia possibile individuare le traiettorie e strategie di *policy* generalmente implicate nel ricorso all'uno o all'altro armamentario. In questa prospettiva, solo incidentalmente si farà

ove a mio avviso ben emerge il "salto" rispetto ai percorsi argomentativo-ermeneutici ancora seguiti da Ferro-Luzzi e Angelici.

³⁰ Reputa necessaria una differenziazione quasi casistica e non monolitica, C. ANGELICI, *A proposito*, 458 ss.

³¹ Affrontano le presenti tematiche seguendo, nel solco della *Typuslehre*, una differente direzione di indagine, ad es. P. SPADA, *Autorità e libertà nel diritto della società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1996, I, 703 ss.; e H. WIEDEMANN, *Erfahrungen mit der Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, in M. Lutter-H. Wiedemann (hrsg.), *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht*, Berlin-New York, 1998, 5 ss.

³² Puntualmente E. ZAMIR (featuring I. AYRES), *A Theory of Mandatory Rules: Typology, Policy, and Design*, in 99 *Tex. L. Rev.*, 2020, 283, 320 ("The dichotomy between default rules and mandatory rules is somewhat misleading ..."), 339 ("Ultimately, while the categories of default and mandatory rules remain useful, it transpires that a simple dichotomy does not stand up to scrutiny") e 321 ("default rules are often quasi-mandatory, and mandatory rules are sometimes quasi-default").

riferimento all'ampio dibattito svoltosi tra fautori e critici attorno ai diversi concetti di paternalismo giuridico³³.

(a) *Le norme dispositive*. Partendo da quest'ultime, noto è il loro carattere dipolare, dato dal fatto che esse, per un verso, liberano spazi di manovra dell'autonomia privata (tramite la previsione di meccanismi di *opt-in* o *opt-out*) e, per l'altro verso, si pongono quale espressione di un potere regolatorio eteronomo³⁴. Come è stato ben scritto, “[d]efault rules are canonical nudges”³⁵. La regola dispositiva adempie così a una duplice funzione, ossia tanto informativa (su specifici problemi regolatori e su eventuali risposte consolidate fornite nel tempo), quanto integrativa (sia nel senso di sgravare i soci dalla necessità di disciplinare ogni singola contingenza non prevista o prevedibile, sia in quello di colmare eventuali lacune contrattuali)³⁶. In tal modo, il diritto dispositivo riduce *ex ante* i costi di transazione dei soci al momento della costituzione della società, senza però che quest'ultimi debbano *ex post* scontare maggiori costi di *governance*³⁷.

³³ Per una sintesi delle posizioni formatesi in seno al movimento del c.d. *new paternalism*, ove maggiore visibilità e notorietà hanno certamente riscosso i concetti del c.d. paternalismo libertario (*libertarian paternalism*) di Sunstein e Thaler e del c.d. paternalismo asimmetrico (*asymmetric paternalism*) di Camerer e colleghi, v. P. AGSTNER, *La gestione*, 155 ss.

³⁴ F. MÖSLEIN, *Dispositives Recht*, Tübingen, 2011, 43 ss., 69 ss. (“*Dispositives Recht lässt demnach Spielraum für privatautonome Gestaltung. Es ist jedoch zugleich Ausdruck heteronomer Normsetzung durch einen hoheitlichen Regelgeber*”).

³⁵ C.R. SUNSTEIN, *Deciding by Default*, in 162 *U. Pa. L. Rev.*, 2013, 1, 5; ora diffusamente sui *default nudges*, P. MICHAELSEN-C.R. SUNSTEIN, *Default Nudges*, Cham, 2023, 1 ss. In generale sulle “spinte gentili”, R. THALER-C.R. SUNSTEIN, *Nudge, passim*; C.R. Sunstein, *Nudges*, 210 ss.; per una critica, anche empiricamente argomentata, di tale “*easy, low-cost, effective-without-constraining-choice policy option*”, L.E. WILLIS, *When Nudges*, 1155, in part. 1174 ss.

³⁶ Cfr., in generale su questi profili, J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 78 ss.; H. FLEISCHER, *Gesetz*, 692; F. MÖSLEIN, *Dispositives Recht*, 31 ss.; parzialmente critico e per una correlativa differenziazione funzionale più articolata S. BECHTOLD, *Die Grenzen*, cit., 205 ss. (= riduzione dei costi transattivi; predisposizione di un bene pubblico; produzione di effetti positivi di rete; funzione informativa, ecc.); A. SCHWARTZ, *The Default*, 389, 391 ss. In generale su vantaggi e svantaggi delle strutture normative dispositive, P. HACKER, *Verhaltensökonomik und Normativität*, Tübingen, 2017, 567 ss.; H. UNBERATH-J. CZIUPKA, *Dispositives Recht welchen Inhalts?*, in *AcP*, 2009, 37, 48 ss., 56 ss.

³⁷ A. GAMBARO, *Contratto e regole*, 1, 9; F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge-London, 1996, 34; K.U. SCHMOLKE, *Grenzen der Selbstbindung im Privatrecht*, Tübingen, 2014, 613.

Dal punto di vista contenutistico, l'opinione dominante ritiene che la regola suppletiva debba essere diretta a riprodurre la "tipica" soluzione pattizia che sarebbe stata raggiunta dalla maggioranza dei potenziali soci in un atto di libera contrattazione (c.d. *majoritarian default rule*)³⁸, il che presuppone una certa omogeneità (conosciuta) delle relative preferenze³⁹. Si perviene in tal modo a una modifica dell'equilibrio comportamentale senza, però, formalmente restringere la libertà contrattuale⁴⁰. Il parametro d'efficienza alla base dell'azione di conformazione delle norme dispositive da parte del legislatore non può essere la regola dell'ottimo paretiano, quanto piuttosto – per via dell'impossibile unanimità dei consensi su cui la superiorità paretiana si fonda e della conseguente eccessiva restrizione della discrezionalità regolatoria – il principio di compensazione di Kaldor-Hicks⁴¹.

³⁸ Cfr. F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic*, 22 ("The gap-filling rule will call on courts to duplicate the terms the parties would have selected, in their joint interest, if they had contracted explicitly"); I. AYRES, *Making*, 1391, 1395 ss.; H. UNBERATH-J. CZIUPKA, *Dispositives Recht*, 48 ss., 54; J. CZIUPKA, *Dispositives Vertragsrecht*, Tübingen, 2010, 70 ss., 84 ss.; C. MARCHETTI, *La "nexus of contracts theory"*. *Teorie e visioni del diritto societario*, Milano, 2000, 49 ss.

In contrasto al modello improntato all'ipotetica volontà delle parti, una posizione alternativa suggerisce la previsione da parte del legislatore di regole che, per le conseguenze negative statuite a carico di almeno una parte, pongano sufficienti incentivi per un *contracting around* la norma suppletiva "penalizzante" (*penalty default rules*): per l'elaborazione di tale categoria di "information-forcing" defaults, I. AYRES-R. GERTNER, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, in 99 *Yale L.J.*, 1989, 87 ss., 91 ("Penalty defaults are designed to give at least one party to the contract an incentive to contract around the default rule and therefore to choose affirmatively the contract provision they prefer"); per ulteriori sviluppi e approfondimenti, ID.-ID., *Strategic Contractual*, 729 ss. Tuttavia, diverse criticità sono state segnalate avverso questa proposta, ragione per cui si sconsiglia generalmente il ricorso a *penalty default rules* al fine di assicurare un adeguato livello di tutela dei soci di società di capitali chiuse: di tale avviso, K.U. SCHMOLKE, *Grenzen*, 644 ("... ist die Verwendung von penalty default rules im Bereich des Gesellschafterschutzes im weiteren Sinne daher nicht zu befürworten"); analogamente S. BECHTOLD, *Die Grenzen*, 217; con qualche nota distintiva H. UNBERATH-J. CZIUPKA, *Dispositives Recht*, 68 s.

³⁹ P. HACKER, *Verhaltensökonomik und Normativität*, 573. Dalla minore o maggiore omogeneità delle preferenze dipenderà in ultima analisi l'opportunità di ricorrere a una *tailored* (o *personalized*) piuttosto che ad una *untailored* (o *impersonal*) *default rule*: su questi profili C.R. SUNSTEIN, *Deciding by Default*, 24 ss., 56 s.; H. UNBERATH-J. CZIUPKA, *Dispositives Recht*, 59 ss.

⁴⁰ In questi termini, I. AYRES, *Regulating Opt-Out: An Economic Theory of Altering Rules*, in 121 *Yale L.J.*, 2012, 2032, 2114.

⁴¹ Così, diffusamente, H. UNBERATH-J. CZIUPKA, *Dispositives Recht*, 51 ss., 55 s.; adde R. CRASWELL, *Efficiency and Rational Bargaining in Contractual Settings*, in 15 *Harv. J.L. & Pub. Pol'y*, 1992, 805, 816. Sul criterio Kaldor-Hicks, v. N. KALDOR, *Welfare Propositions of Economics and Interpersonal Comparisons of Utility*, in 49 *Econ. J.*, 1939, 549 ss.; J.R. HICKS, *The*

Eppure, taluno potrebbe obiettare che il diritto dispositivo, nonostante le istanze di *nudging* e di *soft paternalism*⁴² che presiedono ad esso, risulti poco funzionale come strumento di correzione eteronomo di deficienze cognitive comunemente inficianti le scelte di *opt-in* o *opt-out*⁴³. Invero, data la postulata persistenza e resistenza nel tempo di tali *deficit* di razionalità, nulla esclude che i soci, proprio in sede di esercizio dell'autonomia statutaria, incorrano nuovamente nei medesimi errori cognitivi, così rinunciando alla (presumibilmente) efficiente tutela paternalistica offerta *in apicibus* proprio dalla norma dispositiva⁴⁴.

Foundations of Welfare Economics, in 49 *Econ. J.*, 1939, 696 ss.; nella nostra dottrina, F. DENOZZA, *Norme efficienti*, Milano, 2002, 25 ss.

⁴² Per la partizione in *soft* e *hard paternalism*, v., tra gli esponenti della moderna filosofia politica, in particolare Joel Feinberg, che giustifica una limitazione esogena della libertà d'autodeterminazione ogniqualvolta il soggetto, per la ricorrenza di *deficit* informativi o cognitivi, non è capace di adottare decisioni volontarie (*voluntary decisions*), così prevenendo pregiudizievoli scelte sostanzialmente *nonvoluntary*: J. FEINBERG, *Legal Paternalism*, in R. Sartorius (ed.), *Paternalism*, Minnesota, 1983, 3 ss., 9; sulla stessa linea, G. DWORKIN, *Paternalism: Some Second Thoughts*, in R. Sartorius (ed.), *Paternalism*, Minnesota, 1983, 19 ss.; critico R. REBONATO, *A Critical Assessment of Libertarian Paternalism*, in 37 *J. Consum. Policy*, 2014, 357 ss.

⁴³ Sul tema dei limiti cognitivi quale *ratio* giustificatrice dell'intervento regolatorio eteronomo v., fra i contributi antesignani, soprattutto H.A. SIMON, *A Behavioral Model of Rational Choice*, in 69 *Quart. J. Econ.*, 1955, 99 ss. (ove lo sviluppo del concetto della *bounded rationality*); e, poi, tra gli economisti comportamentali D. KAHNEMAN, *Thinking, Fast and Slow*, New York, 2011; ID., *Maps of Bounded Rationality: Psychology for Behavioral Economics*, in 93 *Am. Econ. Rev.*, 2003, 1449; ID.-A. TVERSKY, *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in 47 *Econometrica*, 1979, 263; C. JOLLS-C.R. SUNSTEIN-R.H. THALER, *A Behavioral Approach to Law and Economics*, in 50 *Stan. L. Rev.*, 1998, 1471, 1477 ss.; R.H. THALER, *Behavioral Economics: Past, Present, and Future*, in 106 *Am. Econ. Rev.*, 2016, 1577; cui adde, nella nostra dottrina, F. VELLA, *Diritto ed economia comportamentale*, Bologna, 2023; P. AGSTNER, *La gestione*, 41 ss.; nonché i contributi raccolti in G. Rojas Elgueta-N. Vardi (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Roma, 2014.

⁴⁴ Sul punto, si tengano presenti i fondamentali risultati di ricerca raggiunti dalla moderna neuroscienza cognitiva, la quale ha dimostrato che la maggior parte dell'attività mentale si svolge in modo automatico e inconscio nel c.d. sistema 1 (veloce) e, quindi, a prescindere dalla volontà consapevole dell'essere pensante, la quale presuppone l'attivazione del c.d. sistema 2 (lento). Su questi concetti, fra molti, C.F. CAMERER-G. LOEWENSTEIN-D. PRELEC, *Neuroeconomics: How Neuroscience Can Inform Economics*, in 43 *J. Econ. Lit.*, 2005, 15 ss.; C. LATZEL, *Verhaltenssteuerung, Recht und Privatautonomie*, Berlin, 2020, 22 ss. (il quale ricorda che solo il 5% all'incirca delle decisioni quotidiane passano attraverso il sistema 2) e 42 ss.; monumentale già F.A. VON HAYEK, *L'ordine sensoriale. I fondamenti della psicologia teorica* (trad. it.), Milano, 2021, 92 ss., 153 ss., 193 ss.

Una simile preoccupazione non ha probabilmente ragione di esistere se si tiene conto del particolare carattere “strutturale” delle *default rules*, ossia della loro c.d. *stickiness*⁴⁵. Questa “viscosità” è generalmente assicurata da una pluralità di fattori concorrenti, segnatamente i costi transattivi da sopportare in sede di *contracting around*, inclusa la preoccupazione circa le incertezze anche future derivanti dalla deroga a precetti consolidati; e, soprattutto, l’effetto di dotazione (*endowment*) prodotto dal diritto dispositivo e il *bias* dello *status quo*⁴⁶, i quali entrambi rendono più inverosimile un *opt-out* volontario⁴⁷. La *stickiness* comporta, pertanto, il

⁴⁵ I. AYRES, *Regulating Opt-Out*, 2084 ss.; R.B. KOROBKIN, *The Status Quo Bias and Contract Default Rules*, in 83 *Cornell L. Rev.*, 1998, 608, 665, che parla di “quasi-immutable” rules, con la differenza ad essere di grado e non di tipo; E. ZAMIR, *The Inverted Hierarchy of Contract Interpretation and Supplementation*, in 97 *Colum. L. Rev.*, 1997, 1710, 1738 ss.; con specifico riferimento al diritto societario B. MCDONNELL, *Sticky Defaults*, 383 ss. Ricorrono ad una diversa, ma poco condivisibile, accezione della *stickiness*, O. BEN-SHAHAR – J.A.E. POTTOW, *On the Stickiness*, 651 ss., i quali ritengono che la “viscosità” derivi dal fatto che la proposta di una deroga pattizia alla regola suppletiva possa essere percepita dalla controparte come “trick” per imporre una clausola eterodossa unilateralmente favorevole.

⁴⁶ In generale sull’effetto di dotazione, v. soprattutto i contributi di J.L. KNETSCH, *Preferences and nonreversibility of indifference curves*, in 17 *J. Econ. Behav. Organ.*, 1992, 131 ss.; ID., *The Endowment Effect and Evidence of Nonreversible Indifference Curves*, in 79 *Am. Econ. Rev.*, 1989, 1277 ss.; nonché il noto esperimento di laboratorio condotto da D. KAHNEMAN-J.L. KNETSCH-R. THALER, *Experimental Tests of the Endowment Effect and the Coase Theorem*, in 98 *J. Pol. Econ.*, 1990, 1325 ss., che ben dimostrava il divario tra *willingness to accept* (WTA) e *willingness to pay* (WTP), esito del tutto inaspettato e inspiegabile alla stregua della teoria della scelta razionale e del teorema di Coase. Sul connesso fenomeno dello *status quo bias*, ossia dell’attitudine a insistere su una decisione già presa o a mantenere ferma una situazione preesistente, cfr. W. SAMUELSON-R. ZECKHAUSER, *Status Quo*, 7 ss.; R. KOROBKIN, *The Status Quo*, 608 ss.; B.C. MADRIAN-D.F. SHEA, *The Power*, 1149 ss., che in un noto studio sperimentale avevano osservato uno *status quo bias* in occasione della stipulazione di schemi aziendali di previdenza complementare, con un loro incremento dal 49% al 86% allorché la relativa adozione non risultava più soggetta ad una richiesta esplicita in tal senso dei dipendenti, ma direttamente prevista come opzione *default* nei contratti stessi, riservando ai lavoratori una mera possibilità di *opt-out*.

⁴⁷ Per queste notazioni, cfr. E. ZAMIR (featuring I. AYRES), *A Theory*, 320 s.; C.R. SUNSTEIN, *Deciding by Default*, 17 ss., il quale adduce quali ragioni giustificative l’*inertia* (o *effort tax*), l’*endorsement* e la *loss aversion*; A. VAN AAKEN, *Begrenzte Rationalität und Paternalismusgefahr: Das Prinzip des schonendsten Paternalismus*, in M. Anderheiden et al. (Hrsg.), *Paternalismus und Recht*, Tübingen, 2006, 126 s.; S. BECHTOLD, *Die Grenzen*, 223 ss., in part. 234 ss.; J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 109 ss.; H. UNBERATH-J. CZIUPKA, *Dispositives Recht*, cit., 71 ss.; V. CARIELLO, *Il Codice di Corporate Governance*, Torino, 2024, 44 s.; per riscontri empirici e neurocognitivi a conferma di un *endowment effect* causato dal diritto dispositivo, R.B. KOROBKIN, *The Status Quo*, 633 ss., 675 (“Because individuals tend to prefer the status quo to alternative states, they are likely to prefer the default term, whatever it may be, to other options, all other things being equal”); e C.R. SUNSTEIN, *Switching the Default Rule*, in 77 *N.Y.U. L. Rev.*,

mantenimento della regola suppletiva da parte dei soci a condotta “apatica” o “inerte”⁴⁸, senza però impedire una diversa regolamentazione da parte dei soggetti più sofisticati⁴⁹. Detto diversamente, è del tutto verosimile che quale conseguenza della previsione di una *majoritarian default rule* i soci limitatamente razionali siano “gentilmente spinti” verso un’opzione regolatoria (comunque) non immutabile. D’altra parte, una tale scelta di *policy* non sembra condizionare eccessivamente la condotta contrattuale di soggetti razionali e ben informati, i quali saranno liberi di bypassare l’enunciato dispositivo a costi relativamente bassi⁵⁰.

In quest’ottica, ma spingendosi un passo oltre, si è pure autorevolmente proposto di scoraggiare selettivamente l’*opt-out*, rendendolo artificialmente più difficile mediante la previsione di cc.dd. “*impeding*” *altering rules*, le quali si collocano in posizione intermedia tra le tradizionali regole dispositive e le norme imperative, atteggiandosi come *quasi-mandatory rules*⁵¹; l’obiettivo ultimo di siffatta proposta ricostruttiva è ancora una volta quello di bloccare in modo disuguale le deroghe socialmente più problematiche, senza però impedire quelle socialmente meno

2002, 106, 111 ss., 133 (“If the legal rule has an endowment effect, it is potentially important to ultimate outcomes, even in the absence of transaction costs”).

⁴⁸ I. AYRES-R. GERTNER, *Majoritarian vs. Minoritarian Defaults*, in 51 *Stan. L. Rev.*, 1999, 1591, 1598, parlano plasticamente di “... the iron law of default inertia”; analogamente C.R. SUNSTEIN, *Deciding by Default*, 56 (“In part because of the power of inertia, default rules tend to stick”).

⁴⁹ Puntualmente I. AYRES, *Regulating Opt-Out*, 2088: (“... block the more socially problematic opt-outs, while not blocking the less socially problematic opt-outs”) e 2093 (“... to hinder opt-out by those contractors where the paternalism concern is high while allowing opt-out by those contractors where the paternalism concern is low”); fortemente critici verso questa ricostruzione R. BUBB-R.H. PILDES, *How Behavioral Economics Trims Its Sails and Why*, in 127 *Harv. L. Rev.*, 2014, 1593, 1598 s. e *passim*, ritenendo che “while BLE sometimes celebrates low opt-out rates as vindication – as if the fewer people who use the opt-out, the greater the vindication – such triumphalism is only sensible if this obligation is set at the optimal level. In important contexts, we show it is not”.

⁵⁰ C.R. SUNSTEIN, *Deciding by Default*, 27 (“Indeed, there is general evidence that when people are experienced, and hence know what they want, they are far less likely to be affected by the default rule”).

⁵¹ I. AYRES, *Regulating Opt-Out*, 2084 ss., 2087, il quale descrive questo genere di *sticky defaults* metaforicamente come “kind of way station on the road to mandatory rules”; adde, da ultimo, G. RAUTERBERG-S. SANGA, *Altering Rules: The New Frontier for Corporate Governance*, in 42 *Yale J. Reg.*, 2025, 291 ss.

problematiche, realizzando così un forzato equilibrio di separazione (*separating equilibrium*)⁵².

Talvolta, però, data l'impossibilità di una correzione di tipo *debiasing*⁵³ degli errori cognitivi tramite lo strumento paternalistico più *soft* del precetto dispositivo, non si può fare a meno di forme di *hard paternalism*.

(b) *Le norme imperative*. Con riguardo a quest'ultime, congegnate alternativamente come precetto o procedurale o sostanziale, la giustificazione per simili interventi paternalistici "forti" risiede, secondo la ricostruzione comunemente propugnata dall'analisi economica del diritto contrattuale⁵⁴, nell'esigenza di proteggere "*people inside (paternalism) or outside (externalities) the contract*"⁵⁵. Segnatamente, le regole imperative di tipo procedurale motivate da ragioni paternalistiche (o d'"internalità") risultano adeguate se funzionali a rendere il processo decisionale più razionale, libero e informato; invece, qualora l'obiettivo sia quello di arginare esternalità negative, esse sono appropriate se idonee a disincentivare un *opt-out* dannoso. Per converso, le *mandatory rules* di natura sostanziale, usualmente più invasive⁵⁶, trovano utile impiego al ricorrere di fallimenti di mercato non rimediabili tramite interventi procedurali⁵⁷, ossia,

⁵² I. AYRES, *Regulating Opt-Out*, 2087 ("They are quasi-mandatory rules that attempt to produce a constrained separating equilibrium, allowing a reduced number of contractors to opt for legal consequences that lawmakers disfavor").

⁵³ In dottrina sul concetto di *debiasing*, soprattutto, C. JOLLS-C.R. SUNSTEIN, *Debiasing through Law*, in *J. Legal Stud.*, 2006, 199 ss., 200 («... legal policy may respond best to problems of bounded rationality not by insulating legal outcomes from its effects, but instead by operating directly on the boundedly rational behavior and attempting to help people either to reduce or to eliminate it. We describe legal policy in this category as "debiasing through law"»).

⁵⁴ Per una sintesi B.E. HERMALIN-A.W. KATZ-R. CRASWELL, *Contract Law*, in A.M. Polinsky-S. Shavell (ed.), *Handbook of Law and Economics*, vol. I, Amsterdam, 2007, 3, 30 ss.

⁵⁵ Così, puntualmente, I. AYRES, *Regulating Opt-Out*, 2084; a dire il vero già Savigny parlava nel 1840 della "*väterlichen Fürsorge für das Wohl des Einzelnen*" per l'introduzione di norme da Lui dette "*absolute*" (F.K. V. SAVIGNY, *System des heutigen Römischen Rechts*, Bd. 1, 1840, rist. 1981, 56).

⁵⁶ E. ZAMIR (featuring I. AYRES), *A Theory*, 297 ["Economists (and free-will proponents) tend to prefer procedural mandates (such as disclosure duties) over substantive mandatory rules, since the former aim to rectify the market without restricting the freedom of parties to contract for particular substantive provisions, while the latter replace the market with centralist decision-making"].

⁵⁷ Cfr. A. GAMBARO, *Contratto e regole*, 10 ("le mandatory rules presidiano gli interessi che non possono essere promossi adeguatamente dal contratto a ragione di qualche market failures"); S. BECHTOLD, *Die Grenzen*, 43 ss., 202 s.; J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 152 ss., 153 ("Gerade der Eingriff durch zwingendes Recht setzt hiernach voraus, dass

più precisamente, quando occorre presidiare gli interessi di soggetti terzi estranei e/o allorché i vincoli procedurali risultano verosimilmente insufficienti ad assicurare adeguata autoprotezione in ragione della ricorrenza di asimmetrie informative insuperabili, di distorsioni cognitive incorreggibili o di poteri contrattuali eccessivamente squilibrati⁵⁸.

Pertanto, pur costituendo le norme cogenti, per via della implicata esautorazione del principio-cardine dell'autonomia statutaria, "isole nel mare del diritto dispositivo"⁵⁹, il loro ruolo protettivo, almeno in via sussidiaria⁶⁰, non può essere aprioristicamente ignorato o sottovalutato⁶¹. Anzi, in assenza di un qualche livello minimo di protezione, nulla impedisce che soci (specie, di minoranza) troppo fiduciosi e ottimisti siano indotti, proprio perché soggetti a simili *biases*, a rinunciare da principio alla protezione paternalistica *soft* offerta dalle *majoritarian default nudges*⁶². Si

privatautonomes Handeln der Vertragsparteien ... ein Marktversagen zur Folge hätte"; corsivo nell'originale); H. EIDENMÜLLER, *Kapitalgesellschaftsrecht*, 1043; già G. CALABRESI-A.D. MELAMED, *Property Rules, Liability Rules, and Inalienability: One View of the Cathedral*, in 85 *Harv. L. Rev.*, 1972, 1089, 1093, a proposito delle *inalienability rules*.

⁵⁸ Diffusamente E. ZAMIR (*featuring* I. AYRES), *A Theory*, 283 ss., in part. 289 ss., ove al posto di *paternalism* si parla di *internality concerns*; per utili riferimenti al tema dell'impatto delle asimmetrie informative, sia nelle società "aperte" che in quelle "chiuse", G. SPINDLER, *Deregulierung*, 59 s., 65. Secondo G. BACHMANN, *Optionsmodelle*, 12, simili *market failures* possono ben emergere soltanto a livello aggregato, ossia quando decisioni individuali non distorte sul piano micro determinano nel complesso, ovvero sul piano macro, un risultato che gli agenti non avrebbero voluto o che risulta inefficiente dal punto di vista del benessere collettivo.

⁵⁹ V. *supra* nt. 26; adde H. EIDENMÜLLER, *Kapitalgesellschaftsrecht*, 1043, il quale nota che, dal punto di vista economico, *zwingende Regeln* si giustificano unicamente se l'ottimo paretiano non risulta raggiungibile nonostante l'intervenuta pattuizione contrattuale.

⁶⁰ J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 154 ("Ein zwingender Eingriff kann insbesondere dann legitimiert sein, wenn der im Einzelfall verfolgte Regulierungszweck nicht mit den weniger einschneidenden Mitteln des dispositiven Rechts erreichbar ist").

⁶¹ Puntualmente, E. ZAMIR (*featuring* I. AYRES), *A Theory*, 285 ("... the failure of disclosure duties and the limited efficacy of nudges call for more serious consideration of the use of mandatory regulation of the content of transactions"), 288 ("... blanket opposition to mandatory rules is hardly tenable") e 302 ("... sometimes they are the only effective - or the most appropriate - means of overcoming market failures, promoting customers' freedom, and achieving other important goals"); analogamente, G. BACHMANN, *Optionsmodelle*, cit., 13.

⁶² In questi termini, acutamente, A. MEANS, *A Contractual Approach to Shareholder Oppression Law*, in 79 *Fordham L. Rev.*, 2011, 1161, 1184 s. ("It might be objected that even useful default settings cannot substitute for mandatory rules, and that the Sunstein and Thaler model could undermine existing shareholder protections ... Unless some level of protection is mandatory, trusting and optimistic shareholders may be induced to abandon it at the outset of the venture"); K.U. SCHMOLKE, *Grenzen*, 658 s. («Die rechtspaternalistische Intervention mittels zwingenden Rechts lässt sich vielmehr nur mit der Annahme rechtfertigen, dass ein hinreichender Anteil der

assisterebbe così a un “cortocircuito” di tutela, ove il soggetto debole non risulta protetto né da una regola imperativa (nel caso di specie mancante) né dalla norma dispositiva, la cui operatività è stata erroneamente disattivata. Proprio nel contesto delle società chiuse, la sussistenza di siffatti *deficit* risulta accentuata dal fatto che “*close corporations are quintessential relational contracts*”⁶³ instauranti una c.d. *thick relationship* tra i soci partecipanti⁶⁴, sì che le parti, in ragione degli elevati costi di transazione e di una razionalità limitata, non sono in grado di anticipare ogni futura contingenza e di adottare tutte le misure di *private ordering* utili a evitare il rischio di opportunismo postcontrattuale⁶⁵.

Viene, a questo punto, in rilievo la duplice funzione del diritto imperativo, consistente tanto nella predisposizione di una standardizzata e unitaria intelaiatura strutturale su cui poter fondare, con minori costi di contrattazione, le successive manifestazioni privatistiche, quanto nella portata protettiva in senso stretto insita in esso⁶⁶. Ovviamente, rimane quale connessa nota negativa la minore considerazione riservata dalle (generalmente *untailored*) norme immutabili all’eterogeneità delle preferenze facenti capo ai diversi destinatari delle norme stesse⁶⁷. Inoltre, a

Gesellschaftsgründer bei der Entscheidung über das gesellschaftsvertragliche Regime derart von Rationalitätsdefiziten betroffen ist, dass der Vertragsinhalt die “eigentlichen” Präferenzen der Kontrahenten nur unvollkommen widerspiegelt»); condividono tale preoccupazione B.S. BLACK, *Is Corporate Law*, 542, 572; J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 161; G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, *Rechtsregeln für die geschlossene Kapitalgesellschaft*, Berlin-Boston, 2012, 18.

⁶³ Così B. MEANS, *A Contractual*, 1161, 1196; in senso conforme D.K. MOLL, *Shareholder Oppression & Reasonable Expectations: Of Change, Gifts, and Inheritances in Close Corporation Disputes*, in 86 *Minn. L. Rev.*, 2002, 717, 756 (“*The investment bargains entered into by close corporation shareholders reflect the characteristics of relational contracts*”); H. FLEISCHER, *Einl.*, 129, *Rdn.* 323 (“*dynamische Dauerbeziehungen*”). Sulla teoria del contratto relazionale, si vedano i lavori pionieristici di I.R. MACNEIL, *Contracts: Adjustments of Long-Term Economic Relations Under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law*, in 72 *Nw. U. L. Rev.*, 1978, 854 ss.; ID., *The Many Futures of Contracts*, in 47 *South. Calif. L. Rev.*, 1974, 691 ss.

⁶⁴ L’espressione è di M.A. EISENBERG, *The Limits of Cognition and the Limits of Contract*, in 47 *Stan. L. Rev.*, 1995, 211, 251, ove la relativa definizione.

⁶⁵ Fondamentale O.E. WILLIAMSON, *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, in 22 *J. L. & Econ.*, 1979, 233 ss., 237.

⁶⁶ Per tale differenziazione J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 156 ss.; similmente, seppure con qualche riserva, G. SPINDLER, *Deregulierung*, 53, 59, il quale sottolinea puntualmente che la standardizzazione, con correlativa riduzione dei costi di transazione, non presuppone *eo ipso* il *zwingendes Recht*, potendo tale effetto essere anche “*das Produkt von privatautonomem Entscheidungen*”.

⁶⁷ R. KOROBKIN, *Bounded Rationality, Standard Form Contracts, and Unconscionability*, in 70 *U. Chi. L. Rev.*, 2003, 1203, 1249 ss. (“*Ex ante mandatory terms, by their nature, are not precisely*

causa degli elevati costi di frustrazione determinati dall'ingerenza esterna nel contenuto contrattuale, la previsione di regole inderogabili risulta soggetta, sotto il profilo della tecnica e politica legislative, a un più stringente onere giustificativo⁶⁸, ulteriormente acuito dal rischio di *regulatory capture* da parte di specifici gruppi d'interesse⁶⁹.

In ogni caso, il diritto imperativo può incontrare dei limiti di (utile) operatività⁷⁰. Si tratta dei casi in cui (i) l'obiettivo regolatorio non viene realizzato o conseguito: si pensi, ad esempio, al modello informativo⁷¹, nel cui ambito spesso si assiste presso il destinatario-beneficiario dell'obbligo imperativo di *disclosure* (imposto, quindi, mercé *mandatory rule* di matrice procedurale) o a un'errata acquisizione delle informazioni sotto forma di sovraccarico informativo (*information overload*)⁷² o a un'errata elaborazione delle stesse, a cui si pone perlopiù rimedio con strategie euristiche cc.dd. *satisficing*⁷³; (ii) la disciplina imperativa determina conseguenze secondarie

tailored to specific contextual situations"); in senso parzialmente difforme, E. ZAMIR (*featuring* I. AYRES), *A Theory*, 288, 318 s. e 322 ss., sottolineando che la validità o meno del suddetto assunto dipende in larga misura dalla specifica conformazione (*tailoring*) della norma imperativa (come *standard* piuttosto che come *rule*; avente portata precettiva bidirezionale o solo unidirezionale; con formulazione o *framing* in senso negativo piuttosto che in senso positivo, ecc.).

⁶⁸ K.U. SCHMOLKE, *Grenzen*, 656 ("erhöhten Legitimationsaufwand").

⁶⁹ Così E. ZAMIR (*featuring* I. AYRES), *A Theory*, 300; E.L. GLAESER, *Paternalism and Psychology*, in 73. *U. Chi. L. Rev.*, 2006, 133, 145 ss. ("... it is cheaper to sway a limited number of governmental decisionmakers than it is to move the beliefs of millions").

⁷⁰ Diffusamente su quanto segue, S. BECHTOLD, *Die Grenzen*, 47 ss.; e J.-H. BINDER, *Regulierungsinstrumente*, 164 ss.

⁷¹ Sul rapporto (di alternatività o meno) tra *Informationsmodell* e diritto imperativo, W. SCHÖN, *Zwingendes Recht oder informierte Entscheidung – zu einer (neuen) Grundlage unserer Zivilrechtsordnung*, in A. Heldrich et al. (hrsg.), *Festschrift für Claus-Wilhelm Canaris zum 70. Geburtstag*, Bd. I, München, 2007, 1191 ss.

⁷² In generale su questo fenomeno, K.L. KELLER-R. STAELIN, *Effects of Quality and Quantity of Information on Decision Effectiveness*, 14 *J. Consumer Res.*, 1987, 200 ss. Ovviamente nei mercati borsistici un simile problema risulta, per converso, fortemente attenuato dalla presenza di cc.dd. *Informationsintermediäre* (intermediari informativi) e investitori istituzionali: insiste su questo profilo soprattutto G. SPINDLER, *Deregulierung, passim*; cui adde il lavoro seminale di R.J. GILSON-R.H. KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency*, in 70 *Va. L. Rev.*, 1984, 549 ss.; e, nella dottrina tedesca, anche L. KLÖHN, *Wertpapierhandelsrecht diesseits und jenseits des Informationsparadigmas*, in *ZHR*, 2013, 349 ss.

⁷³ Si tratta di un neologismo sincratico composto dalle parole "satisfy" and "suffice". In argomento, in luogo di tutti, H. SIMON, *Theories of Decision-Making in Economics and Behavioral Science*, in 49 *Am. Econ. Rev.*, 1959, 253, 263; ID., *Rational Choice and the Structure of the Environment*, in 63 *Psychol. Rev.*, 1956, 129, 136 («since the organism ... has neither the senses nor the wits to discover an "optimal" path ... we are concerned only with finding a choice mechanism that will lead it to pursue a "satisficing" path, a path that will permit satisfaction at

che pregiudicano o, addirittura, impediscono il raggiungimento dell'obiettivo regolatorio fissato e che non sono state adeguatamente valutate dal legislatore⁷⁴; nonché, infine, (iii) l'obiettivo di *policy* può essere raggiunto con efficacia sostanzialmente equivalente tramite il ricorso ad alternativi strumenti regolatori, segnatamente ai cc.dd. modelli opzionali (*Optionsmodelle*)⁷⁵.

4. Spunti comparatistici

Prima di intraprendere l'esame casistico, pare proficuo procedere con qualche approfondimento comparatistico. Per le questioni che si stanno qui affrontando, utili spunti si possono ricavare dalle discussioni riguardanti l'applicazione del principio della *Satzungsstrenge* nel diritto azionario tedesco; nonché dal dibattito sul recente intervento riformatore – giudicato da più parti come negativamente dirompende – operato dal legislatore del

some specified level of all of its needs»); già F.H. KNIGHT, *Risk, Uncertainty, and Profit*, Boston-New York, 1921, 67 (“It is evident that the rational thing to do is to be irrational, where deliberation and estimation cost more than they are worth”). Nel tempo, sono state elaborate ulteriori strategie di semplificazione decisionale, quali il metodo lessicografico o quello dell'eliminazione per aspetti (sviluppato da Amos Tversky): su queste evoluzioni, per una puntuale sintesi, P. HACKER, *Verhaltensökonomik und Normativität*, 117 ss.

⁷⁴ In argomento si tenga presente che pure i *policymakers* sono soggetti a problemi informativi e a diversi tipi di errori cognitivi: cfr. in merito, E.L. GLAESER, *Paternalism*, 133; J.D. WRIGHT-D.H. GINSBURG, *Behavioral Law and Economics: Its Origins, Fatal Flaws, and Implications for Liberty*, in 106 *Nw. U. L. Rev.*, 2012, 1033, 1063 ss. (c.d. “government intervention bias”, per concludere che “the counterintuitive presumption that irrationality among regulators is irrelevant consistently biases cost-benefit analysis in favor of government intervention”).

⁷⁵ Su questi modelli regolatori (*Regelungsmuster*), essenzialmente un *tertium genus* tra diritto imperativo e diritto dispositivo reso accessibile ai privati secondo i classici meccanismi dell'*opt-in* o *opt-out*, cfr. G. BACHMANN, *Optionsmodelle*, 13 ss. (con distinzione tra *Optionsmodelle* “deboli” e “forti”); I. AYRES, *Menu Matter*, 3 ss.

Delaware con l'approvazione della *Senate Bill 21*⁷⁶ e della *Senate Bill 313*⁷⁷. Nel complesso, tale *excursus* oltre i confini nazionali potrà servire a fornire una stimolante "immagine di contrasto" con schemi regolatori in qualche modo non convenzionali.

4.1. Il diritto societario tedesco tra Satzungsstrenge e Gestaltungsfreiheit

Il diritto societario tedesco si caratterizza per un essenziale dualismo⁷⁸: da un lato, il diritto della s.r.l. (*GmbH*) improntato alla massima, ma non illimitata, flessibilità nei rapporti corporativi interni *ex* § 45, *Abs. 1, GmbHG*;

⁷⁶ Ci si riferisce alle modifiche apportate ai §§ 144 (operazioni con parti correlate) e 220 (diritto d'ispezione dei libri sociali) *DGCL*; interessante è notare che il progetto di legge in questione, entrato in vigore il 25 marzo 2025, è stato elaborato dallo stesso studio legale (*Richards, Layton & Finger*) che assisteva Elon Musk e Tesla nei casi *Tornetta* [*Tornetta v. Musk* (*Tornetta I*), 310 A.3d 430 (*Del. Ch. Jan. 30, 2024*); *Tornetta v. Musk* (*Tornetta II*), 2024 WL 4930635 (*Del. Ch. Dec. 2, 2024*): per un commento F. NIEDDU ARRICA, *La Court of Chancery del Delaware si pronuncia sul piano di stock option più ambizioso della storia. Considerazioni a margine del caso Tesla*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, 867 ss.], decisioni che notoriamente avevano poi innescato le menzionate novelle normative. Per primi commenti, S.M. BAINBRIDGE, *Delaware Senate Bill 21: What It Does and What Questions Remain Open*, *UCLA Sch. of L. L. & Econ. Res. Paper No. 25-02*, disponibile su www.ssrn.com; K. KHOO-R. TALLARITA, *The Price of Delaware Corporate Law Reform*, disponibile su www.ssrn.com; E. TALLEY-S. SANGA-G.V. RAUTERBERG, *Delaware Law's Biggest Overhaul in Half a Century: A Bold Reform – or the Beginning of an Unraveling?*, *CLS Blue Sky Blog*, 18.2.2025; nella dottrina tedesca, anche per un raffronto con la disciplina tedesca dei gruppi di fatto, H. FLEISCHER, *Minderheitenschutz im deutschen Aktienkonzernrecht und im Delaware General Corporation Law: Different ... But the Same?*, in *ZIP*, 2026, 321, 324 ss.

⁷⁷ *V. West Palm Beach Firefighters' Pension Fund v. Moelis & Company* [311 A.3d 809, 820 (*Del. Ch. 2024*)] e la reazione legislativa con l'emanazione del nuovo § 122(18) *DGCL*. In dottrina, cfr. M. LEBOVITCH, *Soap Opera Summer: Five Predictions about Delaware Law's Response to New DGCL 122(18)*, in 15 *Harv. Bus. L. Rev.*, 2024, 283 ss.; G. RAUTERBERG-S. SANGA, *Altering Rules*, 322 ss.

La SB 313 fornisce inoltre risposta a due altri casi *M&A* decisi dalla *Chancery Court* del Delaware, ovvero *Crispo v. Musk* [304 A.3d 567 (*Del. Ch. 2023*)] e *Activision Blizzard* [*C.A. No. 2022-1001-KSJM* (*Del. Ch. Feb. 29, 2024*)], il primo avente ad oggetto la questione se la società *target* possa agire in giudizio per conto dei propri soci al fine di far valere i danni da *lost premium* subiti da un'operazione fallita (J. CHAN-M. PETRIN, *Lost-Premium Damages in M&A: Delaware's New Legal Landscape*, in 42 *Yale J. Reg.*, 2025, 33 ss.), il secondo riguardante la domanda se il *board* possa validamente approvare un accordo di fusione in forma c.d. *substantial final*.

⁷⁸ L'espressione è presa a prestito da P. HOMMELHOFF, *Gestaltungsfreiheit im GmbH-Recht*, in M. Lutter-H. Wiedemann (hrsg.), *Gestaltungsfreiheit*, 36 s. ("Dualismus im deutschen Kapitalgesellschaftsrecht" con dicotomia tra "*GmbH-spezifische Gestaltungsfreiheit*" e "*aktienrechtliche Satzungsstrenge*").

dall'altro lato, quello della s.p.a. (AG) contrassegnato dal principio della rigidità statutaria *ex* § 23, *Abs.* 5, *AktG*. A proposito di questa contrapposizione, uno degli studiosi più autorevoli parlava plasticamente di “*staatsfernen GmbH-Recht*” versus “*staatsnahen Aktienrecht*”⁷⁹. Invero, mentre per la *GmbH*, ai sensi della norma-chiave di cui al § 45 *GmbHG*, i diritti dei soci nelle questioni (interne⁸⁰) relative alla società sono determinati, salvo contraria disposizione di legge, dal contratto sociale⁸¹, nella AG opera il principio di segno opposto della *Satzungsstrenge*, in forza del quale “l’atto costitutivo può derogare alle disposizioni di questa legge [*recte*, l’*AktG*] solo se ciò sia espressamente consentito”, soggiungendo però che regole statutarie integrative sono ammissibili a meno che la legge contenga una disciplina esaustiva⁸². In questa sede, interessa gettare uno

⁷⁹ Così M. LUTTER, *Das System der Kapitalgesellschaften*, in *GmbHR*, 1990, 377, 379.

⁸⁰ Per un esame dei limiti all’autonomia statutaria posti da specifiche norme imperative (sussistenti nell’interesse della tutela dei creditori o della minoranza dei soci) o da taluni principi generali, v. T. LIEBSCHER, § 45, in *Münchener Kommentar GmbHG*, hrsg. v. H. Fleischer-W. Goette, Bd. 1, 5. Aufl., München, 2025, 845, *Rdn.* 1 ss., *Rdn.* 60 ss.

⁸¹ H. FLEISCHER, *Einl.*, in *Münchener Kommentar GmbHG*, hrsg. v. H. Fleischer-W. Goette, Bd. 1, 5. Aufl., München, 2025, 14, *Rdn.* 21: “*Anders gewendet bildet der Gesellschaftsvertrag die primäre Quelle für die interne Organisation der GmbH. Zwingende Vorschriften ziehen seiner Ausgestaltung nur vereinzelt Grenzen*”. In linea con questo approccio *enabling*, l’*Abs.* 2 dispone che solo in via sussidiaria trovano applicazione le norme dispositive di cui ai §§ 46-51 *GmbHG*.

⁸² Per un dettagliato resoconto dell’evoluzione storica di questo principio, G. SPINDLER, *Die Entwicklung der Satzungsfreiheit und Satzungsstrenge im deutschen Aktienrecht*, in W. Bayer-M. Habersack, *Aktienrecht im Wandel*, Bd. 2, Tübingen, 2007, 995 ss.; ID., *Deregulierung*, 55 ss. In dottrina si esclude che il disposto in questione integri una violazione della libertà associativa di cui al Art. 9, *Abs.* 1, *Grundgesetz* (GG) o delle libertà fondamentali garantite dal diritto dell’UE. Critici verso la *Satzungsstrenge*, fra diversi, H.-J. MERTENS, *Satzungs- und Organisationsautonomie im Aktien- und Konzernrecht*, in *ZGR*, 1994, 426 ss.; G. SPINDLER, *Deregulierung*, 53 ss., 71 ss., adducendo anche argomenti basati sull’analisi economica del diritto volti a evidenziare un’asserita inefficienza e ostilità verso l’innovazione del diritto imperativo; H. FLEISCHER, *Gesetz*, 687, 691 s., il quale si esprime a favore di deroghe puntuali al principio della *Satzungsstrenge* allorché il diritto imperativo non risulti essenziale per far fronte a specifiche esigenze di tutela (“... *Mittelweg zwischen Kontinuität und Flexibilität, Tradition und Innovation zu finden*”).

Simili sviluppi si rinvencono nel diritto societario austriaco. Tuttavia, giacché in esso il principio della c.d. *materielle Satzungsstrenge* non risulta sancito da un’espressa norma di legge, specie a seguito di una fondamentale decisione della Corte Suprema austriaca (OGH, 8.5.2013, 6 *Ob* 28/13f, in *GesRZ*, 2013, 212: il caso concerneva una delibera di modifica statutaria in una s.p.a.-holding non quotata, con cui veniva introdotto un diritto statutario di prelazione) incerta appare la latitudine applicativa di siffatto principio. In argomento, *ex professo*, J. NICOLUSSI, *Die Satzungsstrenge im Aktienrecht*, Wien, 2018, 7 ss.; e T. HABERER, *Zwingendes Kapitalgesellschaftsrecht*, Wien, 2009, 22 ss.; per un raffronto comparatistico con la *Satzungsstrenge* di matrice tedesca, S. KALSS-H. FLEISCHER, *Neues zur Lockerung der*

sguardo ravvicinato alla seconda componente della predetta coppia concettuale, quella della rigidità statutaria, che a livello internazionale rappresenta di fatto un *unicum*⁸³.

Tale rigida impalcatura normativa⁸⁴ si pone in perfetta continuità con un approccio politico-legislativo storicamente segnato da forte diffidenza verso la mano invisibile del mercato, che si manifestò con prepotenza già in occasione della *Aktienrechtsnovelle* del 1884, diretta a contrastare – con tutta una serie di modifiche apportate all’*ADHGB* del 1861, all’epoca *locus* esclusivo di regolazione del diritto azionario – il fenomeno allora così diffuso e pernicioso dei *Gründungsschwindel*⁸⁵. Il principio stesso della *Satzungsstrenge* venne invece ideato dalla giurisprudenza del *Reichsgericht* (*RG*), che in più occasioni ebbe modo di affermare la natura imperativa delle regole del diritto azionario⁸⁶. Sul piano del diritto positivo, mentre la riforma azionaria del 1937, la quale diede luogo al collocamento della relativa disciplina in un autonomo *corpus* normativo (l’*AktG* del 1937), non

Satzungsstrenge bei nicht börsennotierten Aktiengesellschaften – Ein Grundsatzbeschluss des österreichischen OGH und seine Implikationen für das deutsche Recht, in *AG*, 2013, 693 ss.

⁸³ H. FLEISCHER, *Der Einfluß der Societas Europaea auf die Dogmatik des deutschen Gesellschaftsrechts*, in *AcP*, 2004, 502, 517, equipara (criticamente) il § 23, Abs. 5, *AktG* a un „Solitär, aber gewiss kein Edelstein“. Merita evidenziare che il Codice di commercio turco del 2012 statuisce all’art. 340 un precetto analogo a quello tedesco della *Satzungsstrenge*.

⁸⁴ M. LUTTER, *Die kleine Aktiengesellschaft – ein Angebot an die Praxis*, in J.F. Baur et al. (hrsg.), *Festschrift für Ralf Vieregge zum 70. Geburtstag am 6. November 1995*, Berlin-New York, 1995, 603-606, parlava al riguardo emblematicamente di „dicken Panzer des Aktiengesetzes“; sulla stessa linea H.-J. MERTENS, *Satzungs- und Organisationsautonomie*, 426 („eiserne Klammer“).

⁸⁵ W. BAYER, *Empfehlen sich besondere Regelungen für börsennotierte und für geschlossene Gesellschaften?*, *Gutachten E für den 67. Deutschen Juristentag*, Erfurt 2008, München, 2008, E22 ss., ove alla nt. 110 si richiamano le critiche radicali di Jhering, il quale ebbe modo di definire (R. VON JHERING, *Der Zweck im Recht*, Leipzig, 1877, Bd. 1, 222) le „Actiengesellschaften“ come „... organisierte Raub- und Betrugsanstalten“. L’intervento normativo del 1884 era volto principalmente a rafforzare il ruolo dell’*Aufsichtsrat*, introdotto come organo a costituzione obbligatoria con la *Aktienrechtsnovelle* del 1870.

⁸⁶ Cfr. *RG*, 25.9.1901 – I 142/1, in *RGZ* 49, 77, 80, ove il Tribunale, con un atto di autentica *Rechtsfortbildung*, sancì che „[d]ie Vorschriften über die Rechtsverhältnisse der Gesellschafter und der Aktiengesellschaft sind vielmehr dispositiver Natur nur insoweit, als das Gesetz es ausdrücklich zulässt ...“; in senso conforme *RG*, 12.1.1907 – I 542/06, in *RGZ* 65, 91, 92; nonché una serie di decisioni delle corti inferiori (*ex multis*, *KG*, 6.3.1930 – 1b X 6/30, in *JW*, 1930, 2712); G. SPINDLER, *Die Entwicklung*, 1007, ritiene che con queste decisioni „war der Grundstein für das deutsche Prinzip der Satzungsstrenge gelegt“, seppure rammentando che l’*Handelsgesetzbuch* (*HGB*) del 1897 conteneva in quel tempo nel complesso poche disposizioni sulla s.p.a. rispetto alla disciplina contenuta nell’attuale *AktG*. *Contra*, tuttavia, *RG*, 17.2.1928 – II 275/27, in *RGZ* 120, 177, 180; e la dottrina dominante dell’epoca della Repubblica di Weimar (come Goldschmidt, Fischer e Pinner).

regolò esplicitamente il rapporto tra legge e contratto⁸⁷, l'accoglimento formale del principio della *Satzungstreng*e avvenne soltanto con la novella dell'*AktG* del 1965⁸⁸.

Questo assetto regolatorio viene generalmente giustificato con l'esigenza di assicurare un'adeguata tutela degli attuali e futuri investitori tramite standardizzazione del tipo societario e correlativa più facile negoziabilità del bene-azione⁸⁹; nel tempo, sempre maggiore rilievo assumeva pure la salvaguardia degli interessi dei creditori sociali⁹⁰. Inoltre, il principio della *Satzungstreng*e, contribuendo all'asserita riduzione del contenzioso sull'interpretazione degli statuti ("standard"), doveva assicurare un alto grado di certezza e prevedibilità giuridiche⁹¹.

In ogni caso, però, vi è una certa concordia tra gli studiosi in ordine al fatto che il principio della *Satzungstreng*e sia essenzialmente funzionale alla protezione degli interessi di azionisti di società quotate; invece, quando trattasi di società azionaria "chiusa", una dose aggiuntiva di flessibilità statutaria viene auspicata, soprattutto in ragione della evidente contiguità tipologica con la *GmbH*, la quale risulta contrassegnata da logiche e obiettivi di politica legislativa totalmente differenti, interamente - come visto - all'insegna della massima *Gestaltungsfreiheit*⁹².

⁸⁷ G. SPINDLER, *Die Entwicklung*, 1013: "Das AktG 1937 brachte keine ausdrückliche gesetzliche Regelung des Verhältnisses von Privatautonomie und Satzungstrenge". L'attenzione si concentrò piuttosto sulla struttura organizzativa interna dell'AG, con il *Vorstand* ad assumere una posizione di primazia rispetto alla (fortemente indebolita) assemblea dei soci, nonché sulla disciplina dei diritti della minoranza dei soci.

⁸⁸ G. SPINDLER, *Deregulierung*, 55 ("Den endgültigen Schlußstein in dieser Entwicklung setzte schließlich § 23 Abs. 5 AktG 1965, der der Satzung nur noch in besonderen, grundsätzlich gesetzlich besonders geregelten Ausnahmefällen einen Spielraum zugesteht"); ID., *Die Entwicklung*, 1016 ss. ("Das AktG 1965 führte erstmals den Grundsatz der Satzungstrenge in § 23 IV AktG ein").

⁸⁹ W. BAYER, *Empfehlen*, E31-E32 ["Argument des Anlegerschutzes durch Standardisierung ("Serienprodukt")"]; di diverso avviso, T. KUNTZ, *Gestaltung von Kapitalgesellschaften zwischen Freiheit und Zwang*, Tübingen, 2016, 345 ss., 348 ss. e 515 s.

⁹⁰ H. HIRTE, *Die aktienrechtliche Satzungstreng*e: Kapitalmarkt und sonstige Legitimationen versus *Gestaltungsfreiheit*, in M. Lutter-H. Wiedemann (hrsg.), *Gestaltungsfreiheit*, 61, 64 s.

⁹¹ W. BAYER, *Empfehlen*, E32. Mette in dubbio tale effetto benefico G. SPINDLER, *Deregulierung*, 56 s., 62, ritenendo che la giurisprudenza, all'atto dell'applicazione pratica e proprio in ragione del difetto di flessibilità, comunque tende a statuire delle eccezioni o a creare fattispecie non normate (ad es., relativamente all'esclusione del diritto d'opzione in sede di aumento oneroso del capitale sociale; o alla ripartizione di competenze gestorie, scritte e non scritte, tra assemblea e organo amministrativo).

⁹² Così W. BAYER, *Empfehlen*, E38; acutamente già K.J. HOPT, *Gestaltungsfreiheit im Gesellschaftsrecht in Europa - Generalbericht*, in M. Lutter-H. Wiedemann (hrsg.),

4.2. Il diritto societario del Delaware tra spinte anti-contractarian e contractarian

Pure il diritto societario statunitense si distingue per una classica contrapposizione, corrente tra visioni *contractarian* e *anti-contractarian*⁹³. Partendo dal dato normativo, a differenza del *Delaware Revised Uniform Limited Partnership Act (DRULPA)* e del *Delaware Limited Liability Company Act (LLC Act)*, il *Delaware General Corporation Law (DGCL)* non ha mai esplicitamente fatto proprio un enunciato volto a dare massimo effetto al principio della libertà contrattuale (“*maximum effect to the principle of freedom of contract*”)⁹⁴. Ciononostante, anche la normativa sulle *corporations* si muove nella stessa direzione, sancendo amplissima – ma non incondizionata – autonomia statutaria nel momento in cui dispone che l’atto costitutivo possa contenere “[a]ny provision for the management of the business and for the conduct of the affairs of the corporation, and any provision creating, defining, limiting and regulating the powers of the corporation, the directors, and the

Gestaltungsfreiheit, 123, 144: “§ 23 Abs. 5 AktG schießt demgegenüber weit über das Ziel hinaus und tut das auch systematisch an der falschen Stelle, nämlich – ohne zwischen „börsenfähigen“ und anderen, mittleren und kleinen Gesellschaften zu unterscheiden”; analogamente, per una visione differenziata tra società quotate e non quotate, nella dottrina e giurisprudenza austriache, S. KALSS-H. FLEISCHER, *Neues zur Lockerung der Satzungsstrenge*, 696 ss., 700 ss.; OGH, 8.5.2013, 6 Ob 28/13f, in *GesRZ*, 2013, 212.

⁹³ Soprattutto in dottrina, a partire dalla fine degli anni '80 del secolo scorso, si ricorreva a queste etichette: tra i sostenitori del *contractariansim* puro, secondo cui, essendo la società concepita come *nexus of contract*, “*everything is negotiable*” (R.C. CLARK, *Contracts*, 1706), si annoverano generalmente F.H. EASTERBROOK-D.R. FISCHER, *The Economic*, *passim*; S.M. BAINBRIDGE, *Corporation Law and Economics*, New York, 2002, 830; L.E. RIBSTEIN, *Limited Liability Unlimited*, in 24 *Del. J. Corp. L.*, 1999, 407 ss.; *contra*, M.A. EISENBERG, *The Conception That the Corporation is a Nexus of Contracts, and the Dual Nature of the Firm*, in 24 *J. Corp. L.*, 1999, 819 ss.; M. KLAUSNER, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, in 31 *J. Corp. L.*, 2006, 779 ss., 781 (“... *contractarian theory is not, and never was, an accurate description of reality or a basis for policy prescription. The theory was based largely on perfect market assumptions and lacked empirical support*”). Per un efficace quadro d’insieme J.C. COFFEE JR., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1618 ss.; J.N. GORDON, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, in 89 *Colum. L. Rev.*, 1989, 1549 ss.

⁹⁴ Cfr., invece, *Del. Code Ann. tit. 6, § 17-1101(c)* (2024) per la LP; e *Del. Code Ann. tit. 6, § 18-1101(b)* (2024) per la LLC; nella giurisprudenza cfr. *In re Grupo Dos Chiles, LLC*, No. 1447-N, 2006 *Del. Ch. Lexis* 45, at *5–6 (*Del. Ch. Mar. 10, 2006*) (“*Limited liability companies are designed to afford the maximum amount of freedom of contract, private ordering and flexibility to the parties involved*”); *Elf Atochem N. Am., Inc. v. Jaffari*, 727 A.2d 286, 295 (*Del. 1999*). Per un istruttivo raffronto tra diritto della *corporation* e disciplina delle cc.dd. *alternative entities* (LLC, LLP e LLLP), ora C. RATHERT, *Moderne alternative entities in den USA*, Berlin, 2025, 27 ss.

*stockholders ... if such provisions are not contrary to the laws of this State*⁹⁵. In questo solco, la giurisprudenza della Corte Suprema del Delaware, già nel 1952, poté accordare grande discrezionalità contrattuale ai soci di una *corporation*, reputando legittimo derogare alle regole di *common law* e a numerose disposizioni del DGCL⁹⁶. Tutto ciò premesse ad autorevole dottrina di rimarcare già oltre mezzo secolo fa che “*the Delaware corporation enjoys the broadest grant of power in the English-speaking world to establish the most appropriate internal organization and structure for the enterprise*”⁹⁷.

Oggi, il dibattito su queste tematiche si è vivacemente riaperto a seguito di due interventi da parte del legislatore che hanno cambiato “*the substance*

⁹⁵ Così *Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(1)* (2024); analoga portata precettiva possiedono *Del. Code Ann. tit. 8, § 141(a)* (2024); *Del. Code Ann. tit. 8, § 151* (2024). Eppure, come segnalato sopra nel testo, nel diritto della *corporation* talune norme cogenti persistono, segnatamente il diritto dei soci di nominare gli amministratori [*Del. Code Ann. tit. 8, § 211* (2024), con possibilità di una sostituzione del *board* da parte dei soci nella *statutory close corporation ex § 351 DGCL* e, secondo taluni autori, pure nella *corporation “regolare”*]; il diritto d’ispezione dei libri sociali [*Del. Code Ann. tit. 8, § 220* (2024)]; in giurisprudenza *Loew’s Theatres, Inc. v. Commercial Credit Co.*, 243 A.2d 78 (*Del. Ch.* 1968)]; e, seppure in modo non granitico [il riferimento va in particolare alla possibilità di derogare alla c.d. *corporate opportunity doctrine ex Del. Code Ann. tit. 8, § 122(17)*], il dovere di lealtà in capo agli amministratori, rinunciabile invece secondo il diritto della LLC [*Del. Code Ann. tit. 6, § 18-1101(c)*], senza però che possa essere eliminato l’*implied contractual covenant of good faith and fair dealing*: su quest’ultimo limite, dai contorni non del tutto chiari, v. diffusamente C. RATHERT, *Moderne alternative entities*, 218 ss.]. In dottrina, anche per un ampio sguardo storico, R.B. THOMPSON, *Private Ordering and Contracting Out in Twenty-First-Century Corporate Law*, in 74 *Case W. Rsrv. L. Rev.*, 2023, 13 ss., 14 (“... *mandatory rules remain a key part of corporate law*”).

⁹⁶ *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, 93 A.2d 107, 117-18 (*Del.* 1952), richiamando l’antecedente normativo dell’attuale *sec. 102 DGCL* (c.d. *Sterling-test*); in senso conforme, *Jones Apparel Group, Inc. v. Maxwell Shoe Co., Inc.*, 883 A.2d 837, 847-48 (*Del. Ch.* 2004); molto recisamente, da ultimo, *Salzberg v. Sciabacucchi*, 227 A.3d 102, 116 (*Del.* 2020) (“*Finally, the DGCL allows immense freedom for businesses to adopt the most appropriate terms for the organization, finance, and governance of their enterprise*”).

⁹⁷ E.L. FOLK III, *Amendments to the Delaware General Corporation Law 5* (*Corp. Serv. Co.* 1969); di pari avviso, più recentemente, L.E. STRINE JR., *The Delaware Way: How We Do Corporate Law and Some of the New Challenges We (And Europe) Face*, in 30 *Del. J. Corp. Law*, 2005, 673, 674; M. MANESH, *The Corporate Contract and the Internal Affairs Doctrine*, in 71 *Am. U. L. Rev.*, 2021, 501, 531 s. (“*Delaware corporate law has largely accepted contractarian theory. The state’s corporate statute includes few mandatory rules ...*”). Per una sintesi di questi sviluppi, E.P. WELCH-R.S. SAUNDERS, *Freedom and its Limits in the Delaware General Corporation Law*, in 33 *Del. J. Corp. Law*, 2008, 845 ss.; C. RATHERT, *Moderne alternative entities*, 316 ss.; in ottica comparatistica K. PISTOR-Y. KEINAN-J. KLEINHEISTERKAMP-M.D. WEST, *Innovation in Corporate Law*, in 31 *J. Comp. Econ.*, 2003, 676, 692, concludendo, tra l’altro, che “*common law countries tend to be more enabling than civil law countries*”.

of Delaware corporate law”⁹⁸. Il diritto societario di questo Stato – reputato il più avanzato a livello federale⁹⁹ – storicamente si è evoluto grazie a un ponderato equilibrio fra precetti normativi flessibili e misurato attivismo giudiziale. Ora, tale reciproco bilanciamento risulta essere messo in crisi dalle ultime riforme, le quali, seguendo un percorso di produzione legislativa del tutto eterodosso¹⁰⁰, rincorrono le sirene del c.d. *market for incorporation*¹⁰¹, dando così luogo a una *race to the bottom* innescato dalle pressioni esercitate da influenti gruppi d’interesse¹⁰².

Nel solco di una polarizzazione politica senza precedenti¹⁰³, le suddette novelle risultano qualificate da una certa “schizofrenia normativa”. Infatti, da un lato, abbiamo pacchetti di revisione del *DGCL* ispirati evidentemente da propositi di *policy anti-contractarian*. È questo il caso della *Senate Bill (SB)*

⁹⁸ In questi termini M. KAHAN-E.B. ROCK, *The New Political Economy of Delaware Lawmaking*, ECGI Law Working Paper No. 879/2025, 2 s., disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 30.12.2025).

⁹⁹ M. KAHAN-E.B. ROCK, *The New Political Economy*, 3, descrivono il Delaware come “*de facto promulgator of national corporate law*”; R. ROMANO, *Market for Corporate Law Redux*, in F. Parisi (ed.), *Oxford Handbook of Law and Economics. Volume 2: Private and Commercial Law*, Oxford, 2017, 358 ss. (“*Delaware*” phenomenon); M.J. ROE, *Regulatory Competition in Making Corporate Law in the United States – And Its Limits*, in 21 *Oxford Rev. Econ. Policy*, 2005, 232 ss.; ora per un interessante e ampio esame empirico sulle origini di questo fenomeno, S. SANGA, *The Origins of the Market for Corporate Law*, in 24 *Am. L. & Econ. Rev.*, 2022, 369 ss.

¹⁰⁰ Diffusamente M. KAHAN-E.B. ROCK, *The New Political Economy*, 5 ss., con il ruolo dominante e propulsivo ad essere usualmente esercitato dalla (apolitica) *Corporation Law Section* della *Delaware Bar Association*; A. HAMDANI-K. KASTIEL, *Courts, Legislation and Delaware Corporate Law*, ECGI Law Working Paper No. 869/2025 (ultimo accesso 4.1.2026), indagando l’interazione tra legislatore e corti del Delaware nel corso degli ultimi sei decenni.

¹⁰¹ M. BARZUZA, *Nevada v. Delaware: The New Market for Corporate Law*, ECGI Law Working Paper No. 761/2024, March 2024, disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 30.12.2025). Emblematico a tale proposito il post sulla piattaforma X fatto il 30 gennaio 2024 da Elon Musk, il principale “protagonista” di questa battaglia nel mercato del diritto societario, subito dopo la *rescission* da parte della *Court of Chancery* (caso *Tornetta*) del piano retributivo da 56 miliardi di dollari (ora, invece, validato dalla Corte Suprema del Delaware con decisione del 19 dicembre 2025): “*Never incorporate your company in the state of Delaware*”.

¹⁰² D.S. LUND-E.L. TALLEY, *Should Corporate Law Go Private?*, ECGI Law Working Paper No. 877/2025, 20, disponibile su www.ssrn.com (“... novel shock to the corporate law competitive landscape”).

¹⁰³ Cfr. V. FOS-E. KEMPF-M. TSOUTSOURA, *The Political Polarization of Corporate America*, George J. Stigler Center for the Study of the Economy & the State Working Paper No. 313, disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 30.12.2025); N. WINKELJOHANN, *Unternehmen und (Geo-)Politik aus der Sicht der Unternehmenspraxis*, in *ZHR*, 2025, 383 ss.

21, mercé la quale sono stati modificati le secc. 144 e 220 DGCL¹⁰⁴. Più precisamente, rigettando i principi posti dalla Suprema Corte del Delaware nel caso *Match Group*¹⁰⁵, si assicura oggi un “porto sicuro” (*safe harbor*) a operazioni tra socio di controllo¹⁰⁶ e società (c.d. *controlling-stockholder transaction*) diverse da *going-private transactions* (*id est*, non integranti un *freeze-out* o *squeeze-out merger*) se approvate, alternativamente e non più congiuntamente, o dal comitato composto per la maggioranza (e non più per la totalità) da amministratori indipendenti o dalla maggioranza dei soci

¹⁰⁴ D.S. LUND-E.L. TALLEY, *Should Corporate Law*, 4 (“SB 21 throttled contractarianism, demoted judicial expertise, ironically reduced predictability, and pushed Delaware law away from its historically moderate position in an attempt to copy aspiring competitors”) e 30 ss. (“curtailing contractarianism”); ancor più recisamente E. TALLEY-S. SANGA-G.V. RAUTERBERG, *Delaware Law’s Biggest Overhaul*, ove si dice che “these new reforms ... might inadvertently sap what truly sets Delaware apart: a flexible, nuanced, judge-made approach that refines fiduciary principles over time. What remains may be a more rigid, top-down code ...”.

¹⁰⁵ *In re Match Group, Inc. Derivative Litig.*, 315 A.3d 446 (Del. 2024), secondo cui, al fine di potere applicare come standard di revisione la più favorevole *business judgment rule* in luogo del più rigoroso *entire fairness standard* [su cui nella giurisprudenza *In re Trados Inc. Shareholder Litigation*, 73 A.3d 17 (Del. Ch. 2013); e, soprattutto, *Sinclair Oil Corp. v. Levien*, 280 A.2d 717 (Del. 1971); e *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701, 711 (Del. 1983), richiedendo, non senza esporre le corti a difficili compiti di valutazione, “both fair dealing and fair price”], il socio di controllo che si trova da ambedue le parti dell’operazione (*both sides of a transaction*, nel caso di specie una complessa riorganizzazione) e riceve vantaggi non condivisi con la minoranza (*non-ratable benefit*) deve sottoporre tale transazione *ab initio* all’approvazione sia di un comitato speciale composto integralmente da amministratori disinteressati, sia della maggioranza degli azionisti di minoranza [c.d. dottrina MFV, sviluppata in *Kahn v. M&F Worldwide Corp.*, 88 A.3d 635 (Del. 2014), con applicazione del meccanismo di *double-cleansing* allora limitato al solo *squeeze-out merger*: per un commento v. la nota pubblicata in 128 *Harv. L. Rev.*, 2015, 1818 ss.; per l’orientamento antecedente, con operatività non congiunta ma alternativa – come oggi – dei due meccanismi procedurali di protezione, v. *Kahn v. Lynch Communication Systems*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994)]. Già fortemente critici verso la dottrina MFV e i connessi arresti giudiziari, asseritamente responsabili di una “*excessive litigation intensity*”, autorevolmente L.A. HAMERMESH-J.B. JACOBS-L.E. STRINE, JR., *Optimizing the World’s Leading Corporate Law: A Twenty-Year Retrospective and Look Ahead*, in 77 *Bus. Law.*, 2021, 321; S.M. BAINBRIDGE, *A Course Correction for Controlling Shareholder Transactions*, in 49 *Del. J. Corp. L.*, 2025, 525; Z. GOSHEN-A. HAMDANI-D. LUND, *Fixing MFV: Fairness and Vision in Controller Self-Dealing*, in 15 *Harv. Bus. Law Rev.*, 2025, 577 ss., in part. 591 ss.

¹⁰⁶ Definito ora come socio che possiede almeno un terzo (33,3%) dei diritti di voto [§ 144(e)(2) DGCL]; si consideri che nel caso Tornetta, Elon Musk possedeva all’epoca dei fatti “soltanto” il 22% delle azioni e dei diritti di voto in Tesla, sicché oggi non verrebbe più qualificato come *controlling shareholder*. Sul punto, K. KHOO-R. TALLARITA, *The Price of Delaware*, 20 ss., 21 (“This threshold aimed, quite evidently, to exempt companies like Tesla – with a voting block smaller than 33.3% – from controller transaction rules”); diffusamente, anche in lettura “combinata” con la nuova sec. 122(18) DGCL, J.E. FISCH-S.D. SOLOMON, *Contract Rights and Control*, in 27 *U. Pa. J. Bus. L.*, 2025, di prossima pubblicazione.

di minoranza¹⁰⁷; mentre soltanto per le operazioni di questo tipo determinanti l'estromissione forzata della minoranza (ovvero, il *going-private*), il requisito procedurale della doppia approvazione è stato mantenuto fermo¹⁰⁸. La SB 21 in questione ha statuito l'imperatività, nonché la retroattività, di tali modifiche per ogni *corporation* del Delaware¹⁰⁹, a differenza di quanto ancora previsto, ad esempio, in sede di adozione del c.d. 102(b)(7) *wavier*¹¹⁰.

Al contempo e perseguendo lo stesso (rigido e dall'alto verso il basso) obiettivo di politica legislativa, molto più difficoltoso è stato reso l'accesso ai libri e documenti sociali, essenziale soprattutto per l'istruttoria e lo svolgimento delle cause di responsabilità contro gli amministratori. Invero, secondo la nuova formulazione della sec. 220 DGCL¹¹¹ l'accesso risulta circoscritto a "*books and records*" così come espressamente definiti dalla norma in questione (senza più possibilità di chiedere copia di e-mail, comunicazioni informali del *board*, ecc.), taluni dei quali (cioè, verbali delle deliberazioni assembleari, bilanci e comunicazioni generali della società ai propri soci) consultabili limitatamente al periodo di tre anni antecedenti la richiesta formale¹¹²; assoggettato a requisiti procedurali molto più

¹⁰⁷ Del. Code Ann. tit. 8, § 144(b) (2025).

¹⁰⁸ Del. Code Ann. tit. 8, § 144(c) (2025). Si segnala una sostanziale coincidenza con le statuizioni presenti nel *subchapter F* (*directors' conflicting interest transactions*) del riformato *Model Corporation Business Act* (MBCA). In dottrina, ampiamente e con una serie di *case-studies*, K. KHOO-R. TALLARITA, *The Price of Delaware*, 7 ss., 16 ["*The new law overturned Match (and possibly many other precedents) and established a single-cleansing safe harbor for all controller transactions except for squeeze-outs ...*"].

¹⁰⁹ D.S. LUND-E.L. TALLEY, *Should Corporate Law*, 30 s., 34 ("SB 21 did not include an explicit contractarian "opt out" or "opt in" provision that would have allowed companies to tailor their governance system in a way that preserved the status quo").

¹¹⁰ Del. Code Ann. tit. 8, § 102(b)(7), previsione *opt-in* (detta *exculpatory*) introdotta nel 1986 a seguito della pronuncia *iconic Smith v. Van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985) e operante attualmente, in forza della recente riforma del 2022 e con talune limitazioni, sia per *directors* che per *executive officers*.

¹¹¹ Del. Code Ann. tit. 8, § 220 (2025).

¹¹² Si prevedono due casi [*ex sec. 220(f)-(g)*] in cui la Corte può ordinare l'esibizione oltre i suddetti limiti, ovvero quando (i) i documenti formali non sono rinvenibili, potendo quindi pretendere la produzione di loro equivalenti funzionali (*functional equivalent*), ma sempre "*only to the extent necessary and essential to fulfill the stockholder's proper purpose*"; e, con eccezione introdotta in un secondo momento dietro suggerimento della *Corporation Law Section* della *Delaware Bar Association* (ii) se sussiste una necessità urgente di acquisire libri sociali o (pure) altra documentazione non espressamente prevista e il socio fornisce chiara e convincente evidenza che questi documenti siano necessari ed essenziali per siffatti scopi.

stringenti, dovendo ora la relativa richiesta essere fatta in buona fede e indicare uno scopo adeguato, descrivere quest'ultimo con ragionevole precisione e dimostrare che gli estratti richiesti siano specificamente correlati a tale scopo¹¹³.

Passando all'altra novella, ovvero a quella attuata con la SB 313, il giudizio che si ricava dall'analisi della neo-introdotta *sec. 122(18) DGCL* è di segno diametralmente opposto. Invero, stavolta il legislatore del Delaware, ponendosi nuovamente in aperto contrasto con un proprio precedente giudiziario (caso *Moelis*)¹¹⁴, ha optato per un deciso “*contractarian turn*”¹¹⁵. Risulta oggi legittimo, derogando alla previsione-cardine di cui alla *sec. 141(a) DGCL*¹¹⁶, stipulare contratti parasociali tramite cui il *board* trasferisce tutti o quasi tutti i poteri ad esso spettanti a singoli soci (attuali o futuri), e ciò senza dovere passare da una preventiva modifica statutaria¹¹⁷.

5. Le aree di potenziale intervento paternalistico “forte”

¹¹³ In dottrina, fra diversi, K. KHOO-R. TALLARITA, *The Price of Delaware*, 23 ss.; per la disciplina pre-riforma, R.S. THOMAS-P. GIUDICI-U. VAROTTIL (eds.), *Research Handbook on Shareholder Inspection Rights. A Comparative Perspective*, Cheltenham-Northampton, 2023.

¹¹⁴ Per riferimenti v. *supra* nt. 75.

¹¹⁵ Così G. RAUTERBERG-S. SANGA, *Altering Rules*, 291, 296, 325; J.E. FISCH-A.A. BECK, *Does the Moelis Decision Warrant a Quick Legislative Fix?*, CLS Blue Sky Blog (June 10, 2024), disponibile su <https://clsbluesky.law.columbia.edu/2024/06/10/does-the-moelis-decision-warrant-a-quick-legislative-fix/> (ultimo accesso 31.12.2025), parlando di “*unlimited contractual freedom*”; molto critico L.A. BEBCHUK, *The Perils of Governance by Stockholder Agreements*, in *Harv. L. School Forum on Corp. Gov.* (May 21, 2024), disponibile su <https://corpgov.law.harvard.edu/2024/05/21/the-perils-of-governance-by-stockholder-agreements/> (ultimo accesso 31.12.2025); M. LEBOVITCH, *Soap Opera Summer*, 288 ss., 291.

¹¹⁶ Disposizione secondo cui “*the business and affairs of every corporation ... shall be managed by or under the direction of a board of directors, except as may be otherwise provided ... in its certificate of incorporation*”. M. LEBOVITCH, *Soap Opera Summer*, 285, parla a tale proposito di “*bedrock of Delaware’s hard-earned status as the world’s most trustworthy, balanced, and emulated corporate law system*”; per un inquadramento generale, fra diversi, J. D. COX-L.E. HAZEN, *Business Organizations Law*, 5th ed., St. Paul (MN), 2020, § 9.3 ss., 183 ss.

¹¹⁷ *Del. Code Ann. tit. 8, § 122(18)* (2024), in base al quale la società si può obbligare per contratto, ad esempio, a non compiere determinate operazioni; e/o a richiedere la preventiva approvazione da parte di uno o più organi o persone ai fini della realizzazione di determinati atti, ecc. In *Moelis*, il vice-cancelliere Laster riteneva ancora che simili accordi violassero la *sec. 141(a) DGCL* in ragione del fatto che “[t]he Pre-Approval Requirements are so all-encompassing as to render the Board an advisory body”, con il socio di controllo “*Moelis, not the Company, ... running the show*” (*ivi* p. 869). Per dati empirici sull’impiego, principalmente da parte di fondi di *private equity*, di simili strumenti di delega dei poteri gestori, G. SHOBE-J. SHOBE-W.W. CLAYTON, *Moelis and Private Equity in the Public Market*, ECGI Law Working Paper No. 861/2025, disponibile su www.ssrn.com (ultimo accesso 1.1.2026).

Alla luce delle precedenti osservazioni, occorre a questo punto chiedersi quale ruolo possano giocare le norme cogenti nel nostro diritto delle società di capitali chiuse. In punto di partenza, deve escludersi l'opportunità di un capovolgimento *generalizzato* del rapporto di regola-eccezione tra norma dispositiva e norma imperativa. Un cambio di paradigma così radicale determinerebbe indubbiamente dei costi maggiori rispetto ai benefici attendibili, ossia una perdita di flessibilità statutaria non compensata da uguali o maggiori effetti protettivi e incrementi di prevedibilità giuridica. In altre parole, sotto il profilo del benessere collettivo, non può ragionevolmente pensarsi di abdicare al valore primo dell'autonomia statutaria, risultando i soci di società chiuse, nonostante il ricorrere di pregiudizievoli limiti cognitivi, di imprevedibili rischi di azzardo morale e di insopprimibili costi di transazione, i migliori "artefici" del proprio destino societario. Tale primo assunto non risulta neppure smentito sul piano comparatistico, dato che anche in Germania, ove assistiamo ai maggiori picchi di imperatività, proprio l'impostazione regolatoria dualistica ha fatto sì che il principio della *Satzungsstrenge* fu storicamente improntato al modello-guida (*Leitbild*) della *Publikumsgesellschaft*¹¹⁸. Tra l'altro, proprio siffatto rigido approccio di *policy* attira oggi severe critiche¹¹⁹, le quali hanno contribuito, se non già a una revisione dell'impianto di fondo, certamente a significativi e sempre più numerosi momenti di liberalizzazione¹²⁰.

Alla luce di ciò, l'intervento paternalistico "forte" tramite norma cogente deve avvenire in modo *puntuale* e *chirurgico*. Al riguardo, la maggiore

¹¹⁸ Puntualmente W. BAYER, *Empfehlen*, E22 ss. ("Vor dem Hintergrund der tradierten Funktion der AG als Kapitalsammelbecken ist das langjährige Leitbild des Aktienrechtsgesetzgebers ... die börsennotierte Publikumsgesellschaft"; corsivo nell'originale); P. HOMMELHOFF, *Börsenhandel von GmbH- und KG-Anteilen? Zu den Vorschlägen der Kommission „Zweiter Börsenmarkt“*, in ZGR, 1989, 181, 212 ("das Recht der Publikumsgesellschaften [kann] nicht von der Gestaltungsfreiheit her, sondern muß vom Prinzip der Satzungsstrenge her gedacht und verwirklicht werden").

¹¹⁹ Per i riferimenti v. *supra* nt. 90.

¹²⁰ V., da ultimo, specialmente il c.d. *Zukunftsfinanzierungsgesetz* del 14.12.2023 (*ZuFinG: Gesetz zur Finanzierung von zukunftssichernden Investitionen*, in BGBl., I 2023, Nr. 354), nonché la proposta di un secondo *ZuFinG II* e di un *Standortfördergesetz* (*StoFöG*), pacchetti di misure attualmente in fase di approvazione presso il *Bundestag*. In dottrina sulle novità introdotte con il primo *ZuFinG*, fra diversi, M. CASPER, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz*, in ZHR, 2023, 5 ss.; T. FLORSTEDT, *Das Zukunftsfinanzierungsgesetz – Erleichterte Eigenkapitalaufnahme, elektronische Aktie und weitere Reformthemen*, in AG, 2024, 179 ss.

difficoltà consiste nell'enucleare e circoscrivere con la dovuta precisione codesti ambiti di potenziale "irrigidimento" giuspositivistico. L'analisi potrà all'uopo opportunamente seguire una direttrice che si snoda lungo i punti nevralgici della *corporate governance* delle società chiuse e dei correlativi conflitti di agenzia¹²¹.

(i) *Il piano dei conflitti tra soci nelle società chiuse*

Come noto, i conflitti tra soci rappresentano *il tallone d'Achille* nel governo delle società di capitali chiuse¹²². Altrettanto risaputo è che essi emergono sotto forma di abuso di maggioranza, abuso di minoranza e/o abuso di uguaglianza. Senza dover entrare in un esame di dettaglio di questi diversi gruppi sintomatici di casi, è sufficiente ai presenti fini rammentare che la loro gestione – latamente intesa, ossia la loro prevenzione e risoluzione – avviene, o dovrebbe avvenire, tramite il sinergico (co-)operare di adeguati presidi normativi, efficienti strategie di *private ordering* e un equilibrato sindacato giudiziale¹²³.

Concentrandoci in questa sede sulla *Infrastrukturverantwortung* del legislatore¹²⁴, l'intervento utile da parte di quest'ultimo mediante l'adozione di norme imperative potrebbe estrinsecarsi nella previsione di una regola espressamente impositiva di un obbligo fiduciario tra i soci¹²⁵.

¹²¹ Per un esame generale, cfr. G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, *Rechtsregeln*, 25 ss.; M.-P. WELLER, *Corporate Governance in geschlossenen Gesellschaften: Status quo und Anforderungen*, in ZGR, 2012, 386 ss.

¹²² P. AGSTNER, *La gestione*, 3.

¹²³ Ancora sia permesso rinviare a P. AGSTNER, *La gestione, passim*, ove ulteriori approfondimenti. In generale, per utili spunti sul problema del *gouvernement des juges*, da sempre particolarmente avvertito nell'ambito del diritto amministrativo, v. ora A. AVERARDI, *Sindacato sul potere pubblico e attivismo giudiziale*, Pisa, 2025, 15 ss.

¹²⁴ In generale su questo genere di responsabilità istituzionale F. MÖSLEIN, *Dispositives Recht, passim* e 377 ss.; R. BALDWIN-M. CAVE-M. LODGE, *Understanding Regulation: Theory, Strategy, and Practice*, 2nd ed., Oxford, 2012, *passim*; M. GRONDONA, *L'ordine giuridico dei privati*, Soveria Mannelli, 2008, 311 ss.; in una prospettiva più ampia, ma particolarmente efficace, J. HABERMAS, *Faktizität*, 238 ss.

¹²⁵ G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, *Rechtsregeln*, 48 ("Es empfiehlt sich daher, sie auch in ein Modellgesetz für geschlossene Kapitalgesellschaften aufzunehmen"); seppure con riguardo agli obblighi gestori degli amministratori, ugualmente, H. FLEISCHER, *Reformperspektiven der Organhaftung: Empfiehlt sich eine stärkere Kodifizierung von Richterrecht?*, in DB, 2014, 1971 ss. In generale sul ruolo della *Treuepflicht* nel contesto degli enti associativi, v. il contributo fondamentale di M. LUTTER, *Theorie der Mitgliedschaft – Prolegomena zu einem Allgemeinen Teil des Korporationsrechts*, in AcP, 1980, 84 ss.

Mentre a un simile approdo si è giunto, ad esempio, in Italia¹²⁶, negli Stati Uniti d’America¹²⁷ in Germania¹²⁸ per via giurisprudenziale, il legislatore svizzero si è schierato sul piano propriamente positivo a favore di tale soluzione, prevedendo all’Art. 803, Abs. 2, *Obligationenrecht* (OR) che “[i soci] devono astenersi da qualsiasi azione che possa ledere gli interessi della società. In particolare, non possono intraprendere attività che comportino un vantaggio particolare per loro stessi e che possano pregiudicare lo scopo della società”¹²⁹.

¹²⁶ Cass., 26.10.1995, n. 11151, con nota di P.G. JAEGER-C. ANGELICI-A. GAMBINO-R. COSTI-F. CORSI, *Cassazione*, 334 ss., la quale suggellò l’ingresso nel nostro ordinamento societario di un “dovere di lealtà e di correttezza a carico dei soci, nei loro reciproci rapporti”, invero poco dopo il tentativo di positivizzazione compiuto nel 1992 dal Progetto della Commissione Di Sabato (in *Riv. dir. imp.*, 1992, 351 ss.), che proponeva l’inserimento nell’ultimo comma nell’art. 2247 c.c. di un esplicito richiamo al dovere di “osservare le regole della correttezza”.

¹²⁷ Nella giurisprudenza del *Supreme Judicial Court of Massachusetts*, v. i casi *Wilkes v. Springside Nursing Home, Inc.*, 353 N.E.2d 657, 664 (Mass. 1976); e, soprattutto, *Donahue v. Rodd Electrotype Co.*, 328 N.E.2d 505, 515 (Mass. 1975). In senso fortemente restrittivo, invece, il *Delaware Supreme Court* nei casi *Nixon v. Blackwell*, 626 A.2d 1366, 1379-80 (Del. 1993); e *Riblet Products Corp. v. Nagy*, 683 A.2d 37, 39-40 (Del. 1996); per aperture, tuttavia, il *Delaware Chancery Court* in *Little v. Waters*, C.A. No. 12155, 1992 WL 25758 (Del. Ch. Feb. 11, 1992) e, in parte, in *Ueltzhoffer v. Fox Fire Development Co.*, C.A. No. 9871, 1991 WL 271584 (Del. Ch. Dec. 19, 1991). In dottrina, *funditus*, F. H. O’NEAL-R. B. THOMPSON, *Close Corporations and LLCs: Law and Practice*, 3rd ed., vol. 2, Eagan (MN), 2015, § 9:21, 120 ss.; D.K. MOLL, *Shareholder Oppression in Close Corporations: the Unanswered Question of Perspective*, in 53 *Vand. L. Rev.*, 2000, 749 ss.; ID., *Minority Owner Oppression in the Closely Held Corporation and the LLC*, in 21 *Tenn. J. Bus. L.*, 2020, 241 ss.

¹²⁸ In Germania, là dove si assistette alla *juristische Entdeckung* della *Treupflicht* (per l’evoluzione storica, H. FLEISCHER, *Mitgliedschaftliche Treuepflichten: Bestandsaufnahme und Zukunftsperspektiven*, in *GesRZ*, 2017, 362 ss.), il primo riconoscimento dei doveri di fedeltà nei rapporti orizzontali tra soci avvenne in materia di s.r.l. già nel 1975 con il *grand arrêt* del Supremo Tribunale federale tedesco nel caso *ITT* (BGH, 5.6.1975 – II ZR 23/74); per la s.p.a., invece, con BGH, 1.2.1988 – II ZR 75/87 (*Linotype*); e BGH, 20.03.1995 – II ZR 205/94 (*Girmes/Effecten-Spiegel*, che sancì l’estensione dell’obbligo fiduciario in capo al socio minoritario). In generale, merita rammentare che la giurisprudenza pratica tedesca si caratterizza per una notevole capacità e forza di *Rechtsfortbildung*: basti pensare, ad esempio, all’istituto, tuttora non positivizzato, dell’esclusione del socio di *GmbH* per giusta causa (BGH, 1.4.1953 – II ZR 235/52, in BGHZ 9, 157).

¹²⁹ Nella formulazione in lingua tedesca, il disposto recita come segue: “*Sie müssen alles unterlassen, was die Interessen der Gesellschaft beeinträchtigt. Insbesondere dürfen sie nicht Geschäfte betreiben, die ihnen zum besonderen Vorteil gereichen und durch die der Zweck der Gesellschaft beeinträchtigt würde*”; specularmente, l’art. 717, Abs. 1, OR statuisce a carico degli amministratori degli obblighi di diligenza e di fedeltà.

Proprio nel solco di questo rapporto d'interazione, non sempre "armonioso", tra diritto codificato e diritto giurisprudenziale¹³⁰, taluno potrebbe interrogarsi circa l'utilità a monte di un simile atto di positivizzazione c.d. affermativa o declaratoria¹³¹ se già a livello giurisprudenziale assistiamo diffusamente a un uguale riconoscimento. In risposta a questo problema cardinale, la statuizione espressa di un obbligo inderogabile di fedeltà risulta capace di esplicare effetti positivi nella sfera d'azione sia del giudice che dei soci.

Sul primo piano, un siffatto *modus procedendi* può innescare un duplice vantaggio: *per un verso*, quello di segnalare (*signaling*) al giudice una inequivoca e inamovibile presa di posizione da parte del diritto societario a favore di una corretta gestione dei rapporti intersoggettivi¹³². Invero, proprio il formante legislativo della clausola generale sembra contribuire ad arginare la "creatività" della giurisprudenza e la connessa "instabilità" interpretativa¹³³, quest'ultima volentieri accentuata dal rischio di fallibilità cognitiva della stessa autorità giudiziaria¹³⁴; *per l'altro verso*, trattandosi,

¹³⁰ Con analisi riferita specificamente al diritto societario, v. in particolare H. FLEISCHER-F. WEDEMANN, *Kodifikation und Derogation von Richterrecht: Zum Wechselspiel von höchstrichterlicher Rechtsprechung und Reformgesetzgebung im Gesellschaftsrecht*, in *AcP*, 2009, 597 ss., in part. 611 ss. In generale su questo problema *sommo* nella teoria delle fonti cfr., talvolta con diversità di opinioni, W. BIGIAVI, *Appunti sul diritto giudiziario* (rist.), Padova, 1989, 48 ss.; P. GROSSI, *Un impegno per il giurista di oggi: ripensare le fonti del diritto*, (ora) in G. Alpa (a cura di), *Paolo Grossi*, Bari, 2011, 19 ss.; M. LIBERTINI, *Ancora*, 30 ss.; N. LIPARI, *Il diritto civile tra legge e giudizio*, Milano, 2017, 27 ss.; G. ZACCARIA, *La giurisprudenza come fonte di diritto*, Napoli, 2007, 7 ss.; M. AUER, *Materialisierung, Flexibilisierung, Richterfreiheit*, Tübingen, 2005, 46 ss., 64 ss.; F. WIEACKER, *Gesetz und Richterkunst. Zum Problem der außergesetzlichen Rechtsordnung*, Karlsruhe, 1958, 3 ss.; per la distinzione tra (legittima) *schöpferische Rechtsfindung* e (illegittima) *Rechtsschöpfung*, acutamente M. JESTAEDT, *Richterliche Rechtsetzung statt richterliche Rechtsfortbildung*, in C. Bumke (hrsg.), *Richterrecht zwischen Gesetzesrecht und Rechtsgestaltung*, Tübingen, 2012, 49 ss.

¹³¹ Per quest'espressione, K. SCHMIDT, *Gesetzgebung und Rechtsfortbildung im Recht der GmbH und der Personengesellschaften*, in *JZ*, 2009, 10, 19 ("deklaratorische oder affirmative Gesetzgebung"). La dottrina anglosassone parla analogamente di "*statutes in the affirmative*" o, metaforicamente, di "*freeze the concept in a statute*".

¹³² Come già avviene, ad esempio, in materia di gruppi *ex art. 2497 c.c.* Particolarmente "benefica" dovrebbe rivelarsi una simile scelta di *policy* allorché si tratti di assicurare una esecuzione *in natura* del dovere di fedeltà gravante sui soci nello svolgimento anche orizzontale del rapporto sociale: su questo fondamentale strumento di intervento nella gestione dei conflitti tra soci, P. AGSTNER, *La gestione*, 136 ss.

¹³³ H. FLEISCHER-F. WEDEMANN, *Kodifikation*, 611 ss., 615 ["... dass die gesetzliche Neuregelung fortan den Ausgangs- und Fixpunkt (höchst-)richterlicher Interpretation bildet"].

¹³⁴ Diffusamente sul problema della razionalità limitata del giudice, anch'esso un soggetto *satisficer* nell'accezione simoniana, P. AGSTNER, *La gestione*, 94 ss.

come detto, di precetto generale, quello di assicurare comunque una certa flessibilità e adattabilità applicative in ragione delle peculiarità del caso concreto¹³⁵, così in qualche modo contenendo gli effetti avversi generalmente connessi al “congelamento” di un concetto di matrice giurisprudenziale in una legge.

Sul secondo piano, invece, occorre preliminarmente rammentare che il contratto di società, specie di società chiusa, è un contratto tipicamente relazionale¹³⁶, rispetto al quale non ogni futura contingenza è prevedibile e disciplinabile, con conseguente correlata impossibilità di evitare del tutto rischi di opportunismo postcontrattuale da parte tanto del socio di maggioranza quanto del socio di minoranza¹³⁷. Alla luce di questa evidenza, soltanto una formalizzazione normativa comporta la sicura inderogabilità statutaria o parasociale del relativo enunciato, con conseguente illegittimità di ogni rinuncia *ex ante* a un trattamento *fair* tra soci¹³⁸. Tra l’altro, una simile scelta giuspolitica varrebbe a indicare una

¹³⁵ G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, *Rechtsregeln*, 49 (“Die mitgliedschaftliche Treuepflicht lässt sich als ein solches *fokales oder richtunggebendes Prinzip* deuten, aus dem sich Entscheidungsregeln zur Bewältigung noch unbekannter Konfliktlagen ableiten lassen”; corsivo nell’originale).

¹³⁶ M. GRANOVETTER, *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*, in 91 *Am. J. Sociol.*, 1985, 481 ss.

¹³⁷ Per maggiori dettagli v. *supra* ntt. 63-65 e testo corrispondente. Specificamente sul punto, con argomenti particolarmente convincenti, il fondamentale saggio di M.A. EISENBERG, *The Structure*, 1461, 1469 s. (“*Any such waiver would therefore inevitably permit unanticipated opportunistic behavior*”).

¹³⁸ Diversamente si potrà semmai argomentare con riguardo a società che vedono la presenza di soci e investitori (fondi di *private equity* e/o di *venture capital*) particolarmente sofisticati (di quest’avviso anche A. HELLGARDT, *Abdingbarkeit der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht*, in S. Grundmann et al. (hrsg.), *Unternehmen, Markt und Verantwortung: Festschrift für Klaus J. Hopt zum 70. Geburtstag am 24. August 2010*, Berlin, 2010, 765, 766). In generale, sul tema della derogabilità pattizia dei doveri corporativi di fedeltà gravanti sul socio di maggioranza e/o su amministratori, cfr. M. MANN, *Abdingbarkeit und Gegenstand der gesellschaftsrechtlichen Treuepflicht*, Berlin, 2018, 26 ss.; A. HELLGARDT, *Abdingbarkeit*, 765 ss.; C. RATHERT, *Moderne alternative entities*, 430 ss.; G. RAUTERBERG-E. TALLEY, *Contracting Out of the Fiduciary Duty of Loyalty: An Empirical Analysis of Corporate Opportunity Waivers*, in 117 *Colum. L. Rev.*, 2017, 1075 ss.

Questa problematica viene vivacemente discussa nella giurisprudenza statunitense: v., da ultimo, *Peña v. MacArthur Group, Inc.*, C.A. No. 2023-0412-MTZ (*Del. Ch. Oct. 1, 2025*), riguardante un caso di fusione per incorporazione in una LLC allo scopo di bypassare ovvero eliminare gli obblighi fiduciari altrimenti gravanti sul socio di maggioranza e sul board. Per la possibile rinuncia ai *fiduciary duties* nella LLC del Delaware, v. *supra* nt. 95, mentre una simile massima libertà statutaria non sussiste invece ai sensi dei diversi *Uniform Acts* [v., ad esempio, il commento al § 105(d)(3) *ULLCA*, dove si legge che “[t]his act rejects the ultra-contractarian notion that fiduciary duty within a business organization is

chiara presa di posizione contro eccessivi snaturamenti *contractarian* della struttura organizzativa interna, come invece promossi nel Delaware con la recente SB 313.

(ii) Il piano dei conflitti tra amministratori e soci di minoranza

Nelle società di capitali “chiuse”, un ulteriore conflitto d’agenzia segna volentieri la relativa *governance* corporativa: si tratta di quello corrente tra amministratori e soci di minoranza. Pur potendosi intendere come propagazione o corollario della contrapposizione, a livello sovraordinato, tra soci di maggioranza e di minoranza, operando gli amministratori solitamente quale *longa manus* dei primi, i due piani, come ben noto, debbono tipologicamente tenersi ben distinti. Merita, pertanto, indagare questo specifico profilo per appurare se a livello normativo sussistano validi spazi di azione imperativa.

In quest’ottica, l’attenzione deve essere diretta, nel regime regolatorio dedicato alle s.r.l., alle fattispecie, operanti sinergicamente tra di loro sotto il versante sanzionatorio, della responsabilità degli amministratori (*ex art. 2476 c.c.*) e delle operazioni in conflitto d’interessi (*ex art. 2475-ter c.c.*). Rispetto alla prima questione, a fungere da *stella fixa* nell’operatività del relativo sistema di responsabilità¹³⁹, è indubbiamente la c.d. *business judgment rule (BJR)*¹⁴⁰. Tale principio, cristallizzando l’insindacabilità nel merito delle scelte gestionali, fa sì che, in sede di applicazione pratica, il giudice, per un verso, non possa censurare la valutazione di opportunità o convenienza fatta dall’amministratore al momento del compimento dell’atto gestorio; e, per l’altro verso, debba scrutinare il comportamento del gestore secondo una prospettiva *ex ante* e non *ex post*¹⁴¹. In altre parole, un rischio di responsabilità risarcitoria scatta sostanzialmente solo se

merely a set of default rules and seeks instead to balance the virtues of ‘freedom of contract’ against the dangers that inescapably exist when some persons have power over the interests of others”]. Per dati empirici, riferiti però alle LLC quotate, S. GOMTSIAN, The Governance of Publicly Traded Limited Liability Companies, in 40 Del. J. Corp. L., 2015, 207 ss.

¹³⁹ H. FLEISCHER, *Die „Business Judgement Rule“: Vom Richterrecht zur Kodifizierung*, in ZIP, 2004, 685, 689, il quale sottolinea che trattasi di *standard of review* e non di *standard of conduct*; fondamentale già M.A. EISENBERG, *The Divergence of Standard of Conduct and Standards of Review in Corporate Law*, in 62 Fordham L. Rev., 1993, 437 ss., 465.

¹⁴⁰ In dottrina, fra diversi, M. Rescigno, *La responsabilità gestoria: profili generali*, in C. Ibba-G. Marasà (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1778 ss.

¹⁴¹ Nella nostra giurisprudenza, fra diversi arresti, Trib. Milano, 11 giugno 2008, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 185; Cass., 31 agosto 2016, n. 17441.

l'operazione si rivela da principio di puro azzardo o, comunque, tale da non essere compiuta alle medesime condizioni da alcun amministratore diligente e informato¹⁴².

Gli amministratori godono, pertanto, di uno schermo protettivo molto ampio e forte. Le ragioni che generalmente si adducono a giustificazione della *BJR* sono plurime e consistono nel favorire l'assunzione di rischi ragionevoli da parte dei gestori; nel tener conto delle peculiarità dell'agire imprenditoriale, che quasi sempre implica l'adozione di decisioni sotto condizioni di incertezza¹⁴³; nel neutralizzare, in sede di giudizio, il pericolo di incorrere in un *hindsight bias* (errore del c.d. senno di poi)¹⁴⁴; e, infine, nell'allineare le spesso divergenti preferenze di rischio tra soci (soventi neutrali rispetto al rischio) e amministratori (perlopiù avversi al rischio)¹⁴⁵. Siffatti *patterns* esplicativi possiedono una indubbia forza persuasiva con riguardo alla posizione dell'amministratore di s.p.a., specie se quotate. Infatti, relativamente a quest'ultime la piena operatività della *BJR* trova un'ulteriore spiegazione convincente nel fatto che i soci dispongono in tali

¹⁴² In questa sede non interessa approfondire la spinosa questione se lo *standard* di diligenza da applicare nel relativo sindacato sia quello sancito per gli amministratori di s.p.a. *ex art.* 2392 c.c. (*i.e.*, modulato in ragione della natura dell'incarico e delle specifiche competenze) o, piuttosto, quello del buon padre di famiglia secondo le regole del mandato *ex art.* 1710 c.c.: in argomento, per un puntuale esame delle diverse posizioni sostenute, M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria*, 1768 ss.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, in *Il Codice civile. Commentario*, diretto da F.D. Busnelli, t. 2, Milano, 2010, 1056 ss.

¹⁴³ Per un quadro d'insieme di queste problematiche decisionali, D. KAHNEMAN-P. SLOVIC-A. TVERSKY (eds.), *Judgement under uncertainty: Heuristics and biases*, Cambridge, 1982.

¹⁴⁴ Il primo studioso a teorizzare tale *bias* fu B. FISCHHOFF, *Hindsight/Foresight: The Effect of Outcome Knowledge on Judgment Under Uncertainty*, in 1 *J. Exp. Psychol. Hum. Perc. & Perf.*, 1975, 288 ss.; per conferme empiriche C. GUTHRIE-J.J. RACHLINSKI-A.J. WISTRICH, *Blinking on the Bench: How Judges Decide Cases*, in 93 *Cornell L. Rev.*, 2007, 1, 5 ("judges are predominantly intuitive decision makers, and intuitive judgments are often flawed"); ID.-ID.-ID., *Inside the Judicial Mind*, in 86 *Cornell L. Rev.*, 2001, 777 ss. Invece, critico sulla rilevanza giustificativa di questa anomalia cognitivo, T. KUNTZ, *Geltung und Reichweite der Business Judgment Rule in der GmbH*, in *GmbHHR*, 2008, 122.

¹⁴⁵ S.M. BAINBRIDGE, *Corporation*, 259 ("Given limited liability and diversification, shareholders will be indifferent to corporate policies that affect unsystematic risks, but will prefer policies that portend a higher return by increasing the firm's beta. In contrast, management will be risk averse with respect to such policies"); *Gagliardi v. TriFoods Intern. Inc.*, 683 A.2d 1049, 1052 (Del. Ch. 1996) ["Shareholders don't want (or shouldn't rationally want) directors to be risk averse"]. In generale su questi aspetti H. FLEISCHER, *Das unternehmerische Ermessen des GmbH-Geschäftsführers und seine GmbH-spezifischen Grenzen*, in *NZG*, 2011, 521, 522 s.

contesti di facili opzioni di disinvestimento (*exit*) e del supporto, quale istanza di controllo “sostitutivo”, dello stesso mercato dei capitali¹⁴⁶.

La questione ora affrontata risulta invece più intricata allorché il *focus* d’indagine investe le società di capitali personalistiche. Se certamente non risulta condivisibile l’isolata opinione secondo cui in tali realtà societarie la *BJR* non dovrebbe operare affatto¹⁴⁷, è tuttavia lecito chiedersi se, proprio alla luce di alcune diverse caratteristiche strutturali connotanti questo macro-modello societario¹⁴⁸, la regola in questione debba essere assoggettata a una revisione in senso limitativo¹⁴⁹. I fattori di diversità (real-)tipologica che, per l’appunto, vengono in rilievo sono una più spiccata avversione al rischio del relativo socio, il quale normalmente investe una parte apprezzabile del proprio patrimonio nell’impresa sociale, senza quindi disporre di un portafoglio di investimenti diversificato; l’assenza di un mercato del controllo societario; la sostanziale illiquidità dell’investimento di capitale effettuato; e, specialmente, la tendenziale identità di persona tra socio maggioritario e amministratore¹⁵⁰.

Alla luce di ciò, viene da chiedersi se non sia il caso di riattivare o riesperire il controllo giudiziale sulle scelte gestionali proprio per la mancanza di meccanismi “sostitutivi” di sindacato¹⁵¹. Infatti, proprio la presenza o meno di equivalenti istanze di controllo può e deve – a ben vedere – orientare la risposta al quesito circa l’opportunità o meno di un

¹⁴⁶ Puntualmente T. KUNTZ, *Geltung und Reichweite*, 121 s.

¹⁴⁷ Così K.S. CHITTUR, *Resolving Close Corporation Conflicts: A Fresh Approach*, in 10 *Harv. J.L. & Pub. Pol’y*, 1987, 129, 156, il quale ritiene *tout court* che “*the structural and functional differences that characterize close corporations leave no scope for applying the business judgment rule*”; R.A. PEEPLES, *Use and Misuse of the Business Judgment Rule in the Close Corporation*, in 60 *Notre Dame L. Rev.*, 1985, 456, 486.

¹⁴⁸ Le società di capitali chiuse ovvero, giustappunto, personalistiche sono state paragonate ad una “*spiral staircase, hard to describe but recognizable when you see one*” (R.A. KESSLER, *With Limited Liability For All: Why Not a Partnership Corporation*, in 36 *Fordham L. Rev.*, 1967, 235, 255). Per la relativa identificazione tipologica, fra diversi, P. AGSTNER, *La gestione*, 16 ss.

¹⁴⁹ In senso favorevole G. BACHMANN-H. EIDENMÜLLER-A. ENGERT-H. FLEISCHER-W. SCHÖN, *Rechtsregeln*, 54 s. (“*Für eine tendenziell strengere Kontrolle bei geschlossenen Gesellschaften könnte sprechen, dass die marktlichen Kontrollmechanismen des Managements ... dort nicht oder nur bedingt eingreifen*”).

¹⁵⁰ Cfr., su questi aspetti, T. KUNTZ, *Geltung und Reichweite*, 122 ss.; K.S. CHITTUR, *Resolving Close Corporation*, 156 ss.

¹⁵¹ V., sul punto, K.S. CHITTUR, *Resolving Close Corporation*, 158, il quale poggia la sua tesi della non-operatività della *BJR* nelle *close corporations* sull’argomento che “[t]he absence of judicial review remains unsubstituted”.

“aggiustamento” in senso restrittivo dell’altrimenti libero dispiegarsi del *safe harbor* della BJR anche nelle società di capitali chiuse. Ora, guardando specificamente alle s.r.l., è noto che sussistono in via di principio strumenti “interni” di *checks and balances*: il riferimento va in particolare ai penetranti poteri di *voice* dei soci, consistenti principalmente nelle prerogative riconosciute ai sensi dell’art. 2479, co. 1 e co. 2, c.c. (ovvero, nel potere di riservare ogni materia gestoria indicata in statuto alla decisione dei soci e/o di avocare a sé l’approvazione di specifici argomenti; nonché nel diritto intangibile di decidere su determinate questioni di fondamentale rilievo)¹⁵²; a cui si aggiungono, poi, la possibilità dell’attribuzione in favore di singoli soci di diritti particolari riguardanti l’amministrazione della società *ex art.* 2468, co. 3, c.c. e i poteri di informazione *ex art.* 2476, co. 2, c.c. spettanti ai soci non amministratori¹⁵³. Alla stregua di questa architettura normativa, autorevole dottrina, già all’indomani della riforma societaria del 2003, ebbe modo di qualificare la “collettività dei soci [come] un vero e proprio organo sovrano ... con potere di istruzione nei confronti degli amministratori”¹⁵⁴.

Tuttavia, è parimenti innegabile che, specie quando – come da prassi – l’amministratore è anche socio di maggioranza o, comunque, espressione dello stesso, vi è un elevato rischio di esautorazione di siffatti presidi di controllo endocorporativo, che nella pratica facilmente possono rivelarsi privi di presa mordente. Ciò risulta particolarmente vero rispetto alle operazioni caratterizzate da conflitto d’interessi dell’amministratore (-socio di maggioranza) con quello della società, ove assistiamo sul piano sanzionatorio unicamente a una protezione invalidatoria o reale al ricorrere delle condizioni stabilite dall’art. 2475-*ter* c.c.¹⁵⁵. Difetta, invece, una

¹⁵² Cfr., fra molti, P. ABBADESSA, *La voce dei soci nella gestione della s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 186 ss.; R. LENER, *Le competenze legali e statutarie dei soci*, in *S.r.l. Commentario dedicato a Giuseppe B. Portale*, diretto da A.A. Dolmetta-G. Presti, Milano, 2011, 786 ss.

¹⁵³ Per alcuni dati empirici sul ricorso a questi strumenti di “intromissione” gestoria, P. AGSTNER, *La gestione*, 72 ss.

¹⁵⁴ G. ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 58, 76.

¹⁵⁵ M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria*, 1782 (“Si tratta di regole che non attengono al profilo della responsabilità dell’amministratore, ma a quello della validità degli atti compiuti in conflitto di interessi ...”); G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, 1024. Invece, D. REGOLI, *Gli amministratori*, in C. Ibba-G. Marasà (a cura di), *Le società a responsabilità limitata*, vol. II, Milano, 2020, 1753 s., ritiene che “la disciplina del conflitto di interessi minimale ... sembra fondarsi sulla ritenuta minore intensità delle esigenze di protezione dei soci della s.r.l. da comportamenti opportunistici degli amministratori”, assunzione – questa – difficilmente condivisibile alla luce *soprattutto* di quanto accade nella relativa realtà operativa.

disposizione analoga a quella di cui all'art. 2391, co. 4 e 5, c.c. applicabile alle s.p.a. Seppure in via interpretativa si argomenta a favore dell'estensione di queste regole sulla responsabilità risarcitoria anche alla s.r.l., talune incertezze residuano, non essendovi piena concordia, ad esempio, su aspetti quali il tipo di danno richiesto (potenziale o effettivo); il genere di esimenti eventualmente invocabili (necessità o meno per la società di provare la negligenza dell'amministratore nella valutazione delle situazioni di conflitto, ecc.); la riferibilità del regime di responsabilità risarcitoria anche a ipotesi in cui l'amministratore è portatore di un mero interesse "semplice" nell'operazione, pur se non confliggente con quello della società¹⁵⁶.

Viste questi profili dubbi, auspicabile sarebbe un intervento giuspolitico consistente nella fissazione in norma imperativa di una regola di responsabilità risarcitoria dell'amministratore nei confronti della società.

(...)

(iii) Il piano dei conflitti tra società e creditori sociali

[meri appunti] In discussione ovviamente non è il principio della responsabilità limitata; tuttavia, ci si può interrogare sul quomodo della sua configurazione, specie al fine di limitare condotte opportunistiche dei soci di controllo e degli amministratori a carico dei creditori, con distinzione tra creditori adjusting e creditori non-adjusting: differenziazione importante soprattutto per la questione concernente l'opportunità e le modalità di una canalizzazione delle esternalità negative prodotte a carico dei creditori non-adjusting, segnatamente dei creditori da illecito extracontrattuale, rispetto ai quali assistiamo a un problema di imputazione della responsabilità. In dottrina, su questi temi, cfr. C. Amatucci, *Fatto illecito della società e responsabilità "proporzionata" dei soci*, 2002; Bachmann *et al.*, *Rechtsregeln*, 112 ss.; Grigoleit, *Gesellschafterhaftung für interne Einflussnahme im Recht der GmbH*, 2006. Altro tema è quello della responsabilità personale del socio di controllo: v. se la norma di cui all'art. 2476, co. 8, c.c. richieda aggiustamenti.

6. Conclusioni

(...)

¹⁵⁶ Per questo elenco di profili controversi, v. ancora M. RESCIGNO, *La responsabilità gestoria*, 1783; invece, meno dubbioso G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, 1028 s.

