

ARTICOLI

**La titolarità effettiva di
società alla prova della
digitalizzazione
(nel Regolamento
UE 2024/1624)**

VINCENZO DONATIVI

Professore Ordinario di Diritto commerciale
Università LUM Giuseppe Degennaro

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

Prof. Andrea Giovanardi, Prof. Nicola Sartori, Prof. Francesco Albertini

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

I contributi proposti alla Rivista per la pubblicazione sono sottoposti a una previa valutazione interna da parte della Direzione o di uno dei Direttori d'Area; il quale provvede ad assegnare il contributo a un revisore esterno alla Rivista, selezionato, *rationes materiae*, fra professori, ricercatori o assegnisti di ricerca.

La rivista adotta il procedimento di revisione tra pari a singolo cieco (*single blind peer review*) per assicurarsi che il materiale inviato rimanga strettamente confidenziale durante il procedimento di revisione.

Qualora il valutatore esprima un parere favorevole alla pubblicazione subordinato all'introduzione di modifiche, aggiunte o correzioni, la Direzione si riserva di negare la pubblicazione dell'articolo. Nel caso in cui la Direzione decida per la pubblicazione, deve verificare previamente che l'Autore abbia apportato le modifiche richieste dal Revisore.

Qualora il revisore abbia espresso un giudizio negativo, il contributo può essere rifiutato oppure inviato, su parere favorevole della maggioranza dei Direttori dell'area competente *rationes materiae*, a un nuovo revisore esterno per un ulteriore giudizio. In caso di nuovo giudizio negativo, il contributo viene senz'altro rifiutato.

La titolarità effettiva di società alla prova della digitalizzazione (nel Regolamento UE 2024/1624)*

VINCENZO DONATIVI

Professore Ordinario di Diritto commerciale
Università LUM Giuseppe Degennaro

SOMMARIO: 1. Premessa: il nuovo pacchetto UE antiriciclaggio e il mutamento della fonte. – 2. L'allargamento della nozione di titolare effettivo e la sua reciproca implicazione con la digitalizzazione. – 3. La scarsa qualità del dettato normativo e l'utilità della comparazione tra le versioni linguistiche. – 4. La caduta del "criterio residuale" e la sua sopravvivenza in forma più appropriata: la segnalazione dei "dirigenti di alto livello". – 5. Il carattere cumulativo (e non più alternativo o subordinato) dei criteri della partecipazione e del controllo. – 6. L'ambito del cumulo: le possibili ipotesi di concorso. – 7. Il criterio della "partecipazione": l'abbassamento della soglia e la rilevanza delle diverse declinazioni. – 8. Segue: gli strumenti finanziari partecipativi; usufrutto e pegno. – 9. La proprietà (e il controllo) indiretti: metodo del moltiplicatore, *top-down* e *top-down* inverso. – 10. Il criterio del controllo: la nozione di "influenza significativa" e le sue sottoarticolazioni. – 11. L'area soggettiva di applicazione: i soggetti giuridici societari e non societari. – 12. Considerazioni conclusive: l'ampliamento della nozione e la centralità degli strumenti digitali di identificazione.

1. Premessa: il nuovo pacchetto UE antiriciclaggio e il mutamento della fonte

Nel 2024 è stato varato il tanto atteso pacchetto di riforme della disciplina UE antiriciclaggio, composto dalla VI Direttiva antiriciclaggio (Direttiva UE 2024/1640), dal Regolamento (UE) 2024/1624 (di seguito, «Regolamento AR») e dal Regolamento (UE)

* Il presente scritto riproduce, con l'aggiunta delle note essenziali, il testo della relazione tenuta al Convegno «Il nuovo assetto antiriciclaggio nell'era della digitalizzazione», organizzato dall'Università Ca' Foscari di Venezia e dall'ADDE (Associazione dei Docenti di Diritto dell'Economia) e tenutosi a Venezia il 9 gennaio 2026. Il tema era già stato oggetto di un mio più ampio commento nel saggio *Il titolare effettivo di società nel nuovo Regolamento UE Antiriciclaggio (n. 2024/1624)*, in *Riv. dir. banc.*, 2024, IV, 907 ss., al quale sia consentito rinviare per gli ulteriori approfondimenti.

2024/1620 istitutivo dell'Autorità per la lotta al riciclaggio e al finanziamento del terrorismo («Regolamento AMLA»)⁰¹. Dei tre atti normativi, il secondo – il Regolamento AR – reca una nuova definizione del “titolare effettivo” di soggetti giuridici diversi dalle persone fisiche, destinata a sostituire quella attualmente contenuta nell'art. 20 del d.lgs. 21 novembre 2007, n. 231. Il Regolamento AR troverà applicazione a decorrere dal 10 luglio 2027.

Il dato che, prima ancora del contenuto, merita di essere segnalato attiene alla *tipologia della fonte*. Muterà, infatti, non solo la definizione, ma la stessa distribuzione del materiale normativo: non più una direttiva UE, con le conseguenti (e potenzialmente divergenti) discipline nazionali di recepimento, tante quanti sono gli Stati membri, bensì un regolamento UE, unico e direttamente applicabile per tutti, cui le discipline nazionali potranno al più affiancarsi in funzione di mera attuazione, ma non di recepimento. La ragione della scelta è dichiarata: essa risiede, come si legge già nel «Piano d'azione» della Commissione UE del 7 maggio 2020, nell'esigenza di «evitare differenze interpretative» tra i diversi ordinamenti nazionali.

L'obiettivo di uniformità, tuttavia, è realizzato solo in parte, e per una duplice ragione. Per un verso, se è vero che il regolamento è unico, è altrettanto vero che esso conosce diverse lingue ufficiali, non sempre tra loro perfettamente allineate. Per altro verso – ed è il rilievo più grave, sul quale si tornerà – il livello di trascuratezza nella formulazione tecnica del dettato ha superato ogni soglia di tollerabilità, manifestandosi con particolare evidenza proprio in alcune versioni, tra cui quella italiana.

2. L'allargamento della nozione di titolare effettivo e la sua reciproca implicazione con la digitalizzazione

Conviene anticipare, in via di sintesi, l'esito complessivo della riforma sul piano contenutistico, per coglierne subito la reciproca implicazione con il tema della digitalizzazione, che costituisce il filo conduttore del Convegno.

Le novità di maggior rilievo possono così riassumersi: (i) cade il terzo criterio, quello cosiddetto “residuale”; (ii) i primi due criteri – quello della partecipazione (già “della proprietà”) e quello del controllo – diventano, testualmente, tra loro cumulativi e non

⁰¹ La VI Direttiva (Direttiva UE 2024/1640, del 31 maggio 2024) è relativa ai meccanismi che gli Stati membri devono istituire per prevenire l'uso del sistema finanziario a fini di riciclaggio o finanziamento del terrorismo, e modifica la Direttiva (UE) 2019/1937 abrogando la Direttiva (UE) 2015/849; il Regolamento (UE) 2024/1624 e il Regolamento (UE) 2024/1620 recano la data del 31 maggio 2024. I tre atti, già tutti in vigore, hanno tempi di attuazione differenziati: la Direttiva AR dovrà essere recepita entro il 10 luglio 2027 (con termini più ampi per alcune disposizioni); il Regolamento AR troverà applicazione dal 10 luglio 2027 (salvo che per taluni soggetti obbligati, ai quali si applicherà dal 10 luglio 2029); il Regolamento AMLA trova applicazione dal 1° luglio 2025. Sia consentito rinviare, per l'analisi della disciplina previgente e per gli aspetti qui solo richiamati, ai miei precedenti scritti: *Il “titolare effettivo” di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, in *Giur. comm.*, 2023, I, 5 ss.; *Il “criterio della proprietà” nell'individuazione del titolare effettivo di società di capitali*, in *Corporate Governance*, 2023, 719 ss.

più meramente alternativi o subordinati; (iii) quanto al criterio della partecipazione, si abbassa la soglia (25%, e non più *oltre* il 25%), si attribuisce rilevanza alle diverse possibili declinazioni della "partecipazione", si apre la possibilità di comprendervi anche gli strumenti finanziari partecipativi e mutano i presupposti per la soluzione delle questioni dell'usufrutto e del pegno; (iv) quanto alla proprietà e al controllo indiretti, si accoglie il criterio del moltiplicatore, si affianca al *top-down* classico una sorta di *top-down* inverso e si precisa la rilevanza della partecipazione indiretta a qualunque livello; (v) si detta, infine, una definizione articolata del criterio del controllo, la cui portata generale sembra ampliarsi attraverso la nozione di "influenza significativa" e che viene sotto-articolata nelle figure del controllo di diritto e di fatto, diretto e indiretto, con espressa inclusione di forme di controllo congiunto e di imputazione congiunta anche presuntiva.

Si tratta, nel complesso, di novità che comportano un importante *allargamento* della nozione di titolare effettivo. Ed è proprio qui che si annida il nesso con la digitalizzazione: quanto più ampia e articolata diviene la nozione, tanto più evidente e urgente si fa la necessità di avvalersi di tutti gli strumenti che la digitalizzazione mette a disposizione per individuare i titolari effettivi – in tutta la portata della nozione – al di là dei possibili tentativi di occultamento.

Gli strumenti sono molteplici e destinati a operare in modo integrato. Vengono anzitutto in rilievo le apposite sezioni del Registro delle imprese dedicate ai titolari effettivi, e più in generale il patrimonio informativo del Registro; a questo si aggiunge l'interconnessione dei registri a livello europeo attraverso i sistemi BRIS (*Business Registers Interconnection System*) e BORIS (*Beneficial Ownership Registers Interconnection System*). Su tali basi dati – rese, per definizione, *machine readable* – possono operare algoritmi di *graph analysis*, capaci di calcolare in modo immediato catene partecipative anche complesse e di ricostruire le strutture a "matrioska" tipicamente utilizzate per dissimulare la titolarità effettiva. A un livello ulteriore si collocano le tecniche di *Open Source Intelligence*, di intelligenza artificiale e di *Social Network Analysis*, che consentono di incrociare banche dati eterogenee – anagrafi pubbliche, social network professionali, registri immobiliari, *database* di voli e alberghi, e così via – nonché fonti aperte quali articoli di stampa, post e comunicati, dai quali può emergere che un soggetto si qualifica come *leader* o proprietario di un gruppo pur non risultando formalmente dai registri. Da questo incrocio possono infine essere generati indicatori di anomalia, algoritmi di rischio e punteggi (*scoring*), destinati a orientare l'attività di adeguata verifica.

L'ampliamento della nozione e la disponibilità degli strumenti digitali si presentano, così, come i due termini di una relazione biunivoca: la prima rende necessari i secondi; i secondi rendono effettivamente praticabile la prima. È in questa cornice che vanno lette le singole novità di disciplina, alla cui analisi conviene ora procedere.

3. La scarsa qualità del dettato normativo e l'utilità della comparazione tra le versioni linguistiche

Prima di entrare nel merito dei singoli criteri, è opportuna una avvertenza di metodo. La nuova definizione del titolare effettivo è contenuta negli articoli da 51 a 54 del Regolamento AR⁰². Reiterando quella che è ormai una deprecabile abitudine in materia, anche la nuova disciplina è connotata da una scadente qualità tecnica del dettato normativo, il cui linguaggio appare a tratti tecnicamente inappropriato, in qualche punto addirittura incomprensibile e, in almeno un caso, persino frutto di un errore di traduzione da una lingua all'altra.

L'esempio più clamoroso è quello in cui, nella versione italiana, i «diritti [...] al bilancio di liquidazione» sono stati indicati al posto di quelli che avrebbero dovuto essere i diritti al *saldo* di liquidazione: sul punto si tornerà, ma già ora può dirsi che l'equivoco nasce dalla confusione, in sede di traduzione dall'inglese, tra *liquidation balance* (il saldo) e *liquidation balance sheet* (il bilancio), errore che neppure un comune traduttore automatico avrebbe verosimilmente commesso.

Si può ben comprendere che una formulazione di origine eurounitaria debba tener conto di una pluralità di culture giuridiche e di lessici tecnici tra loro assai variegati; ma qui si è andati ben oltre questa fisiologica difficoltà, sino a ingenerare il dubbio – invero inquietante – che il legislatore eurounitario sia spesso un burocrate poco attento ai profili di ricaduta sostanziale e talora persino inconsapevole del dato strettamente giuridico.

Al di là del rilievo critico, e venendo al piano strettamente ermeneutico, di ciò conviene fare uno strumento di lavoro: la scarsa affidabilità della singola versione linguistica induce, difatti, a fare frequente ricorso alla comparazione tra le diverse versioni ufficiali del Regolamento, elevando tale comparazione a specifico e autonomo criterio interpretativo, utile a ricostruire, per ogni singolo passaggio dubbio, il significato più corretto anche della formulazione in lingua italiana. È un criterio di cui si farà applicazione costante nelle pagine che seguono.

4. La caduta del "criterio residuale" e la sua sopravvivenza in forma più appropriata: la segnalazione dei "dirigenti di alto livello"

La prima novità di sistema è la caduta del cosiddetto criterio residuale.

Nella disciplina vigente, l'art. 20 del d.lgs. n. 231/2007 articola l'identificazione del titolare effettivo di società di capitali in tre criteri: quello della proprietà (comma 2), quello del controllo (comma 3) e, appunto, quello residuale (comma 5), a mente del quale, «qualora l'applicazione dei criteri di cui ai precedenti commi non consenta di individuare univocamente uno o più titolari effettivi, il titolare effettivo coincide con la persona fisica o le persone fisiche titolari, conformemente ai rispettivi assetti organizzativi o

⁰² Alle quali si aggiungono, per quanto qui rileva, gli artt. 57 (soggetti giuridici assimilati) e gli artt. 62 e 63 (informazioni sulla titolarità effettiva).

statutari, di poteri di rappresentanza legale, amministrazione o direzione della società o del cliente comunque diverso dalla persona fisica». Tale criterio ha da sempre sollevato due ordini di problemi: per un verso, esso trasforma i soggetti apicali in titolari effettivi a tutti gli effetti, nonostante costoro non siano affatto i "titolari" degli interessi in gioco; per altro verso, esso pone la delicata questione di come intendere il riferimento alle persone fisiche titolari di poteri di rappresentanza legale, amministrazione o direzione (se in senso cumulativo o disgiuntivo; se riferito a tutti i membri dell'organo amministrativo o ai soli delegati; se comprensivo di tutti i dirigenti dotati di poteri di direzione o dei soli direttori generali).

Il nuovo art. 51, comma 1, enuncia i soli due criteri della partecipazione [lett. a)] e del controllo [lett. b)], oggetto poi di puntuale disciplina rispettivamente agli artt. 52 e 53, mentre il cumulo tra i due criteri è regolato dall'art. 51, comma 2, e dall'art. 54. Non vi è più, dunque, alcun riferimento a un "criterio residuale". Ci si potrebbe allora chiedere quale sorte tocchi all'ipotesi – tutt'altro che teorica – in cui non sia possibile identificare alcun titolare effettivo mediante l'applicazione dei due criteri della partecipazione e del controllo.

La risposta, in realtà, si rinviene nell'art. 63 del Regolamento AR. Il paragrafo 3 stabilisce che, «se, dopo aver esperito tutti i possibili mezzi di identificazione a norma degli articoli da 51 a 57, nessuna persona è identificata come titolare effettivo, o se sussistono, per il soggetto giuridico, incertezze sostanziali e giustificate sul fatto che le persone identificate siano i titolari effettivi, i soggetti giuridici conservano le registrazioni delle azioni intraprese al fine di identificare i titolari effettivi». Il paragrafo 4 aggiunge che, in tali casi, i soggetti giuridici forniscono, tra l'altro, una dichiarazione che non vi è alcun titolare effettivo (o che esso non ha potuto essere determinato), corredata della giustificazione del motivo, nonché i dati relativi a tutte le persone fisiche che occupano un posto di "dirigente di alto livello". Per tali si intendono le persone fisiche che sono membri esecutivi dell'organo di amministrazione, nonché le persone fisiche che esercitano funzioni esecutive in seno al soggetto giuridico e sono responsabili della gestione quotidiana del soggetto e ne rispondono all'organo di amministrazione.

Il meccanismo, in sostanza, è tendenzialmente in linea con l'attuale criterio residuale, ma risulta più accurato e appropriato sotto un duplice profilo. Per un verso, esso chiarisce che il riferimento alla "rappresentanza legale, amministrazione e direzione" non abbraccia tutti gli amministratori, ma soltanto quelli dotati di funzioni "esecutive", accanto alle persone fisiche che – esercitando funzioni esecutive, essendo responsabili della gestione quotidiana e rispondendone all'organo di amministrazione – corrispondono in sostanza ai direttori generali. Per altro verso, e soprattutto, la norma non afferma che tali soggetti *siano* i titolari effettivi: ciò che, in effetti, non sarebbe corretto, giacché i soggetti apicali non sono "titolari" degli interessi in gioco, ma ne sono sempre e soltanto "portatori" per conto di altri (qui, in particolare, portatori di interessi diffusi tra una pluralità di persone fisiche, nessuna delle quali qualificabile come titolare effettivo). La norma si limita, piuttosto, a prescrivere che di tali dirigenti di alto livello siano fornite le

informazioni. In tal senso è chiarissimo il Considerando 125, ove si legge che, laddove risulti «impossibile identificare la persona fisica che in ultima istanza possiede o controlla un soggetto», «in tali casi eccezionali, a condizione che siano stati esperiti tutti i mezzi di identificazione, dovrebbe essere possibile segnalare i dirigenti di alto livello, anziché i titolari effettivi [...]», fermo restando che «Sebbene in tali situazioni siano identificati i dirigenti di alto livello, questi ultimi non sono i titolari effettivi».

5. Il carattere cumulativo (e non più alternativo o subordinato) dei criteri della partecipazione e del controllo

Al secondo comma dell'art. 51 è prescritto che «il controllo con altri mezzi di cui al primo comma, lettera b), è individuato a prescindere dall'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione, e in parallelo ad essa».

La previsione risolve, molto opportunamente, una delicata questione interpretativa sollevata dalla disciplina attualmente vigente: quella del carattere cumulativo o, invece, alternativo e subordinato dei due criteri. Nei precedenti scritti in argomento avevo sostenuto con forza la soluzione del carattere cumulativo, facendo ricorso a criteri ermeneutici non solo di tipo testuale (argomento esegetico), ma anche e soprattutto alla necessità di una lettura funzionalmente orientata (argomento teleologico) e all'esigenza di scongiurare il rischio di risultati palesemente illogici e irrazionali (argomento apagogico)⁰³. Tale linea interpretativa era però rimasta isolata, prevalendo in modo schiacciante – in dottrina come nelle prese di posizione del MEF, del CNDCEC, di Assonime e nelle istruzioni di Unioncamere – l'orientamento per il quale il criterio del controllo entrerebbe in gioco esclusivamente in via alternativa e subordinata rispetto a quello della proprietà, ovverosia solo laddove nessun socio disponga di partecipazioni superiori al 25%. La previsione del Regolamento AR risolve ora testualmente la questione, con affermazione espressa della soluzione più logica e razionale.

L'argomento decisivo, a ben vedere, non risiede tanto nella parte in cui la norma dice che il controllo è individuato «a prescindere dall'esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione» – locuzione che, isolatamente considerata, potrebbe limitarsi a precisare che un controllo di fatto (interno o esterno) può ricorrere anche in capo a chi detenga una partecipazione inferiore al 25% (e dunque «a prescindere dall'esistenza di una partecipazione», ai sensi dell'art. 52, comma 1) o comunque inferiore al 50%+1 (e dunque «a prescindere dall'esistenza di un controllo attraverso una partecipazione», ai sensi dell'art. 53, comma 2, lett. c). L'argomento decisivo risiede,

⁰³ Sia consentito rinviare, anche per l'illustrazione degli argomenti qui sintetizzati e per l'indicazione delle contrarie prese di posizione (dottrina, CNDCEC, MEF – FAQ n. 6 del novembre 2023 –, Assonime, istruzioni di Unioncamere), a V. DONATIVI, *Il "titolare effettivo" di società di capitali nella disciplina antiriciclaggio*, cit., 30 ss. Il riferimento è all'attuale art. 20, comma 3, del d.lgs. n. 231/2007, secondo cui il criterio del controllo opera «nelle ipotesi in cui l'esame dell'assetto proprietario non consenta di individuare in maniera univoca la persona fisica o le persone fisiche cui è attribuibile la proprietà diretta o indiretta dell'ente».

piuttosto, nella parte finale, ove si specifica che il controllo è individuato «in parallelo ad essa»: con tale locuzione – riferendo il pronome “essa” all’“esistenza” della partecipazione – si è inteso stabilire che il controllo di fatto rileva, ai fini dell’identificazione del titolare effettivo, *in via cumulativa* rispetto alla partecipazione.

La lettura trova conferma nelle altre versioni ufficiali. Se quella spagnola ricalca l’italiana («*independientemente de la existencia [...] y de manera paralela a esta*»), le versioni inglese («*independently of and in parallel to the existence of an ownership interest or control through ownership interest*»), tedesca («*unabhängig von und parallel zu dem Bestehen einer Eigentumsbeteiligung*») e francese («*indépendamment et en parallèle de l’existence d’une participation au capital*») confermano univocamente il senso della coesistenza. Ma la conferma più esplicita si trae dal Considerando 106, ove si legge che «La determinazione dell’esistenza di una partecipazione o di un controllo attraverso una partecipazione è necessaria ma non sufficiente e non esclude la necessità di controlli necessari per determinare i titolari effettivi» e che «La verifica dell’esercizio del controllo da parte di una persona fisica tramite altri mezzi non è una verifica successiva da effettuare solo qualora non sia possibile determinare una partecipazione. Le due verifiche [...] dovrebbero essere effettuate in parallelo».

Che la soluzione previgente fosse errata è agevolmente dimostrabile per via di esempi. Si consideri una società con cinque soci, le cui quote siano così distribuite: A 25%, B 25%, C 25%, D 15%, E 10%; e si supponga che A, B ed E siano legati da un patto parasociale in forza del quale A e B si impegnano a votare secondo le istruzioni di E (il quale sia il capofamiglia che ha fornito il capitale ai familiari A e B). È pacifico che qui non trovi applicazione il criterio dominicale (nessun socio supera il 25%) e che, dovendosi applicare il criterio del controllo, titolare effettivo sarebbe E. Si consideri ora la medesima situazione, ma con C al 25,01% e D al 14,99%: si applicherebbe il criterio dominicale (vi è un socio, C, con quota superiore al 25%) e titolare effettivo sarebbe C. Ebbene, applicando il criterio dell’alternatività subordinata, nel secondo caso titolare effettivo sarebbe *soltanto* C; applicando il criterio dell’equiordinazione, titolari effettivi sarebbero *sia* C (per il criterio dominicale) *sia* E (per il criterio del controllo). L’argomento apagogico contro la prima lettura è evidente: sarebbe illogico, contraddittorio e irrazionale che la mappa dei titolari effettivi muti così radicalmente (dal solo E al solo C) per il solo fatto che tra C e D – gli unici del tutto estranei al governo della società – la distribuzione delle rispettive quote muti di un centesimo. Analoghe considerazioni varrebbero, del resto, ove il socio E disponesse di un diritto particolare ex art. 2468, comma 3, c.c. di nominare la totalità degli amministratori, ovvero nel caso di società a capitale diffuso in cui un socio sia titolare di partecipazioni superiori al 25% prive del diritto di voto e altro socio disponga del controllo di fatto in assemblea.

6. L'ambito del cumulo: le possibili ipotesi di concorso

Chiarito che i due criteri operano in via cumulativa, occorre interrogarsi su quali siano, in concreto, le possibili ipotesi di concorso.

Due sono testualmente previste: (i) il concorso tra "partecipazione" (dal 25% al 50%) e controllo di fatto (interno o esterno); (ii) il concorso tra controllo di fatto e controllo di diritto. Altre sono ricavabili per via interpretativa: (iii) il concorso tra "partecipazione" (dal 25% al 50%) e controllo di diritto; (iv) il concorso tra controllo di fatto interno e controllo di fatto esterno; (v) il concorso tra diverse forme di controllo (di fatto e/o di diritto) riferite a distinti oggetti (il peso della quota, dei voti, degli utili o delle altre risorse interne o della quota di liquidazione, ovvero il diritto di imporre decisioni o di porre veti su una serie di questioni); (vi) il concorso tra distinte "partecipazioni" (per quota, per voti, per utili, per altre risorse interne, per quota di liquidazione).

Merita qualche svolgimento la seconda ipotesi, quella del concorso tra controllo di fatto e controllo di diritto, che *prima facie* potrebbe apparire un non senso, sul presupposto che il controllo di diritto assorba ogni possibile fenomeno di controllo di fatto. A ben vedere, una coesistenza è invece immaginabile in almeno due casi. Il primo è quello di un controllo interno di diritto di una società a sua volta sottoposta ad altrui controllo esterno (di fatto), tanto nell'ipotesi "classica" del controllo contrattuale da rapporto di scambio, quanto in quella del controllo esterno da contratto di dominio o da altre forme contrattuali che parimenti comportino la soggezione all'altrui eterodirezione. Il secondo è quello della coesistenza tra situazioni di controllo entrambe interne, una di diritto e una di fatto: si pensi alla s.r.l. nella quale un socio A abbia una partecipazione superiore al 50% del capitale (posizione corrispondente a un "controllo attraverso una partecipazione") e un socio B sia investito di un "diritto particolare" ex art. 2468, comma 3, c.c., di nomina della maggioranza degli amministratori (posizione che il Regolamento sussume tra le ipotesi tipizzate di "controllo con altri mezzi", ai sensi dell'art. 53, par. 3, lett. b).

Quanto all'ipotesi (iii), quella del concorso tra la mera "partecipazione" (tra il 25% e il 50%) e il controllo di diritto, la formulazione letterale suscita un dubbio, giacché parrebbe ammettere il concorso della partecipazione con il solo controllo di fatto (interno o esterno) e non anche con il controllo interno di diritto. Ma se così fosse, si avrebbe che, in una società con un socio A in posizione di controllo di fatto (pur avendo meno del 50%+1) e un socio B con il 25%, sarebbero titolari effettivi tanto A quanto B; mentre, ove A avesse il 50%+1 e B il 25%, sarebbe titolare effettivo il solo A. È il medesimo argomento apagogico già visto: quale senso avrebbe che entrambi siano titolari effettivi ove le quote siano 50 e 25, e non anche ove siano 50,01 e 25? È dunque ragionevole optare per una interpretazione correttiva, sistematicamente coerente e teleologicamente orientata: la clausola "a prescindere ... in parallelo" ha inteso semplicemente chiarire che il controllo con altri mezzi può ricorrere anche in capo a chi detenga meno del 50%+1 e meno del 25%, senza per ciò escludere gli altri concorsi; e la *ratio* del criterio della partecipazione è, appunto, quella di individuare come titolare effettivo chiunque abbia una posizione giuridica rilevante rispetto alla ricchezza investita nel soggetto giuridico.

Beninteso, il concorso va inteso in tutte le sue possibili declinazioni: il 25% di partecipazione può concorrere con un controllo di diritto per la quota, e/o per i voti, e/o per gli utili, le altre risorse interne o la quota di liquidazione.

7. Il criterio della "partecipazione": l'abbassamento della soglia e la rilevanza delle diverse declinazioni

Alla "titolarità effettiva attraverso una partecipazione" è dedicato l'art. 52 del Regolamento AR. Al primo comma, la norma prevede che «per "partecipazione nella società" si intende la proprietà diretta o indiretta di almeno il 25% delle azioni o dei diritti di voto o di altra partecipazione nella società, compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione».

Rispetto alla disciplina vigente è registrabile, anzitutto, un *abbassamento della soglia*: non più una partecipazione *superiore* al 25%, ma una partecipazione pari ad *almeno* il 25%. Ed è altresì registrabile una *estensione dell'area soggettiva*: mentre l'attuale art. 20, comma 2, del d.lgs. n. 231/2007 fa riferimento alle sole "società di capitali", la nuova norma parla genericamente di "società"⁰⁴.

La novità di maggior spessore concettuale attiene, però, all'*articolazione* della partecipazione nelle sue diverse possibili declinazioni. Per apprezzarla, conviene muovere dalla razionalità limitata dell'indicatore dominicale prescelto dal sistema attuale.

L'attuale criterio dominicale è evidentemente costruito sullo scenario corrispondente all'ipotesi ordinaria, quella conforme alla disciplina dispositiva: nello scenario di *default*, i conferimenti determinano le quote, le quali a loro volta determinano i diritti (patrimoniali e amministrativi), sicché chi possiede una quota superiore al 25% ha (di norma) apportato risorse per oltre il 25% e vanta diritti, patrimoniali e amministrativi, in misura corrispondente. Attraverso il criterio dominicale, così, viene individuato il soggetto che, al contempo, possiede una quota significativa dell'ente (monitoraggio sulla *proprietà* delle risorse), ne ha apportato la ricchezza in misura significativa (monitoraggio sulla *provenienza* delle risorse), partecipa in misura significativa ai risultati e alla distribuzione finale della ricchezza (monitoraggio sulla *destinazione* delle risorse e sui relativi frutti) ed esercita in misura significativa i diritti amministrativi (monitoraggio sul *governo* delle risorse).

Senonché, le diverse grandezze – conferimenti, quote, diritti – non sono sempre e necessariamente allineate, essendo possibili modelli alternativi liberamente accessibili

⁰⁴ La norma fa riferimento testuale alle sole "società" e non anche a soggetti giuridici diversi. Tuttavia, al par. 4 dell'art. 52 è stabilito che «Nel caso di soggetti giuridici diversi dalle società per i quali, tenuto conto della loro forma e struttura, non è opportuno o possibile calcolare la proprietà, i titolari effettivi sono le persone fisiche che controllano, direttamente o indirettamente, il soggetto giuridico con altri mezzi ...»: sicché il criterio della partecipazione è implicitamente ritenuto applicabile anche a soggetti giuridici non societari, salvo che, tenuto conto della loro forma e struttura, il calcolo della proprietà non sia "opportuno" o "possibile".

all'autonomia statutaria: si pensi alle partecipazioni non proporzionali ai conferimenti (art. 2346, comma 4, secondo periodo, c.c., per le s.p.a.; art. 2468, comma 2, secondo periodo, c.c., per le s.r.l.), ai diritti agli utili in percentuale maggiore o minore rispetto alla quota (azioni privilegiate ex art. 2350 c.c.; "diritti particolari" ex art. 2468, comma 3, c.c.; quote privilegiate nelle s.r.l.-PMI), ai diritti amministrativi in percentuale maggiore o minore rispetto alla quota (azioni a voto plurimo o maggiorato; diritti amministrativi ex art. 2468, comma 3, c.c.). In tutte queste ipotesi si potrebbero avere soggetti diversi che sono titolari di partecipazioni superiori al 25%, e/o hanno apportato oltre il 25% delle risorse, e/o sono titolari di diritti agli utili per oltre il 25%, e/o sono titolari di diritti amministrativi (e, in particolare, di voto) per oltre il 25% – con l'ulteriore possibile articolazione, in quest'ultimo caso, per argomenti diversi.

Di fronte a tale possibile disallineamento, il sistema vigente – sul quale mi ero già ampiamente soffermato – non consente, a mio avviso, una interpretazione correttiva: la lettera dell'art. 20 (che, sia al numeratore sia al denominatore del computo, utilizza le espressioni "partecipazione" e "capitale" senza specificazioni o delimitazioni) impone di attribuire rilevanza alla quota di partecipazione *in quanto tale*, con conseguente irrilevanza – a quei fini – dei diritti di voto (i quali rilevano, semmai, nell'ambito del criterio del controllo, e secondo i relativi, diversi presupposti) e dei diritti patrimoniali. Contro la possibilità di un'interpretazione correttiva (propugnata, in vario modo, da Assonime e dal CNDCEC) militano tanto l'argomento letterale quanto l'argomento sistematico: l'estensione non potrebbe conseguirsi in via di semplice interpretazione estensiva, ma richiederebbe il ricorso all'analogia, precluso sia dal carattere eccezionale della norma (che detta una sorta di presunzione assoluta di proprietà) sia dalla presenza di sanzioni (art. 56, comma 1, del d.lgs. n. 231/2007, con conseguente divieto di analogia ex art. 1, comma 2, della l. n. 689/1981).

Il quadro muta radicalmente con il nuovo Regolamento. La formula dell'art. 52, comma 1 – «azioni o diritti di voto o altra partecipazione [...] compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione» – attribuisce ora rilevanza a tutte le varie declinazioni, in via tra loro alternativa. Rileva, così, la partecipazione come tale (financo se composta interamente da azioni prive del voto), giacché la norma usa la disgiuntiva "o"; rilevano i soli diritti di voto, a prescindere dall'entità della partecipazione (si pensi al voto plurimo o alla presenza di altrui azioni a voto limitato), fermo restando che l'assenteismo assembleare rileva soltanto ai fini del controllo interno di fatto e non del criterio della partecipazione; rilevano i soli diritti agli utili, a prescindere dall'entità della partecipazione (azioni o quote privilegiate; diritti particolari ex art. 2468, comma 3, c.c.); rilevano, infine, i diritti alle "altre risorse interne" e quelli alla quota di liquidazione.

Quanto ai diritti ad "altre risorse interne", per vero, la portata non è del tutto chiara, né soccorre la comparazione con le altre versioni ufficiali, tutte ugualmente generiche (*an anderen internen Ressourcen; à d'autres ressources internes; u otros recursos internos; other internal resources*), né il Considerando 107, che parimenti si limita a evocare «i

diritti che sono significativi in termini di vantaggio ricevuto». Probabilmente si è inteso predisporre una sorta di criterio residuale, da valutare caso per caso: potrebbero venire in rilievo i diritti su riserve accantonate (riserve di sovrapprezzo o statutarie suscettibili di distribuzione, anche sotto forma di aumenti gratuiti) o i diritti al rimborso in caso di riduzione reale del capitale (ad esempio in favore del socio che abbia effettuato un conferimento superiore alla quota sottoscritta, così in parte rimediandosi al persistente difetto di un monitoraggio su chi abbia apportato ricchezza per almeno il 25%), oltre ad altre forme di vantaggio economico indiretto idonee a beneficiare della consistenza patrimoniale dell'ente.

Quanto, infine, ai diritti alla quota di liquidazione, la norma discorre impropriamente di diritti «al bilancio di liquidazione»: ma è chiaro che non si hanno diritti particolari o percentuali *sul bilancio* di liquidazione, bensì – semmai – *sulla quota* di liquidazione, ossia sul residuo attivo. La conferma è, ancora una volta, nella comparazione linguistica: la versione tedesca discorre di *Liquidationssaldo*, quella francese di *boni de liquidation*, quella spagnola di *saldo de liquidación*, quella inglese di *liquidation balance* (saldo di liquidazione). L'errore italiano nasce, con ogni evidenza, dall'aver confuso il *liquidation balance* con il *liquidation balance sheet*, che è cosa affatto diversa.

In definitiva, il senso del rinnovato criterio è quello di monitorare chi possiede una quota significativa dell'ente, chi ne esercita in misura significativa i diritti amministrativi (*in primis* il voto) e chi partecipa in misura significativa ai risultati e alla distribuzione finale della ricchezza. Continua a mancare, per contro, il monitoraggio su chi abbia apportato la ricchezza in misura significativa (la *provenienza* delle risorse). È proprio a questo mutato assetto che si deve, coerentemente, il riallineamento terminologico: non più “criterio della proprietà”, ma “criterio della partecipazione”.

8. Segue: gli strumenti finanziari partecipativi; usufrutto e pegno

L'articolazione della partecipazione nelle sue diverse declinazioni si riverbera su due questioni classiche: quella della rilevanza degli strumenti finanziari partecipativi e quella dell'individuazione del titolare effettivo in caso di usufrutto o pegno sulla partecipazione.

Quanto agli strumenti finanziari partecipativi, nel sistema attuale mi ero espresso per la tesi negativa. Pur potendosi addurre, in favore della tesi positiva, argomenti di ordine esegetico e sistematico (la stessa denominazione evoca il concetto di “partecipazione”; il codice civile li colloca nella sezione «Delle azioni e degli altri strumenti finanziari partecipativi»; il TUF e il TUSPP li ricomprendono nella definizione di “partecipazione/i”) e teleologico (essi sono emessi a fronte di un apporto di ricchezza e spesso attribuiscono diritti patrimoniali legati ai risultati), argomenti decisivi militavano in senso contrario: la norma discorre di “partecipazione” superiore al 25% del “capitale”, e gli apporti a fronte di strumenti finanziari partecipativi non sono mai imputati a capitale; invocare la soluzione adottata dal TUF e dal TUSPP non è sufficiente a ricavarne una sorta di principio generale, trattandosi di opzioni frutto di scelte di politica legislati-

va puntuali e di valenza definitorio-precettiva; e, sul piano del computo, calcolare gli strumenti finanziari partecipativi al numeratore imporrebbe, per coerenza, di calcolarli anche al denominatore (capitale sociale *più* strumenti finanziari partecipativi), con risultato palesemente forzato.

Con il Regolamento 2024, la questione si riapre, e in senso favorevole all'inclusione, per un triplice ordine di ragioni: la norma non discorre più di "partecipazione al capitale"; guarda ai singoli diritti a prescindere dal titolo da cui originano; e menziona le azioni, i voti e ogni "altra partecipazione". Proprio quest'ultima espressione – riferita pacificamente alle partecipazioni non azionarie (quote di s.r.l.) e ai diritti di partecipazione diversi da quelli al capitale o al voto – sembra suscettibile di una lettura estensiva idonea a comprendere anche gli strumenti finanziari partecipativi. Si aprirebbero, allora, le connesse questioni di computo; ma, a mio avviso, essendo tali strumenti estranei al capitale, il calcolo andrà condotto diritto per diritto, sicché ai fini della titolarità effettiva sarà sufficiente che il loro titolare disponga di almeno il 25% dei voti, degli utili, della quota di liquidazione, e così via.

Quanto all'usufrutto e al pegno sulla partecipazione, la disciplina vigente ha dato luogo a soluzioni divergenti: taluni (CNDCEC e Assonime) individuano come titolari effettivi tanto il nudo proprietario (in base a un criterio formale) quanto l'usufruttuario e il creditore pignoratizio (in base a un criterio sostanzialistico, quali titolari dei principali diritti sociali); altri (CNN, e inizialmente la CCIAA di Milano) individuano l'uno o l'altro a seconda di chi disponga del diritto di voto; altri ancora (MEF, Unioncamere e, ora, la CCIAA di Milano) individuano l'usufruttuario e il creditore pignoratizio, ma anche il nudo proprietario ove a questi spetti il voto. Per parte mia avevo osservato che, muovendo dalla premessa per cui l'art. 20 attribuisce rilevanza alla "proprietà" come tale (relegando i diritti di voto e i poteri di influenza nel criterio del controllo), ai fini del criterio dominicale il nudo proprietario (o il proprietario/debitore) è sempre titolare effettivo, a prescindere dalla titolarità del voto, mentre l'usufruttuario e il creditore pignoratizio possono esserlo attraverso una lettura estensiva della relazione "dominicale" (intesa come relazione di natura reale in senso ampio), e dunque anch'essi a prescindere dalla titolarità del voto; ferma restando, ai fini del *distinto* criterio del controllo, la rilevanza dell'uno o degli altri a seconda di chi disponga del voto, ma secondo i parametri (e le soglie) propri di quel criterio.

Con il Regolamento 2024 il quadro muta. Per un verso, la norma discorre di "proprietà" diretta o indiretta: scelta lessicale infelice, giacché sarebbe stato più corretto (e più coerente con la rilevanza attribuita ai diritti di voto, agli utili, ecc.) discorrere di "titolarità" – tanto più che proprio di "titolarità" discorre l'attuale art. 20, comma 2, del d.lgs. n. 231/2007 – col rischio di riaprire un inutile problema interpretativo in un contesto in cui il dibattito era ben noto. Per altro verso, però, la norma dà ora rilevanza ai singoli diritti a prescindere dal titolo sottostante: sicché il nudo proprietario sarà sempre titolare effettivo (a prescindere dai diritti), mentre l'usufruttuario e il creditore pignoratizio lo saranno ove dispongano anche di uno solo dei diritti menzionati o – ove si acceda alla

lettura estensiva della "proprietà" quale situazione *lato sensu* dominicale, comprensiva dei diritti reali parziali – anche in assenza di tali diritti. Anche qui la comparazione linguistica non è del tutto risolutiva, sebbene la versione francese si segnali per una formulazione più ampia e perspicua.

9. La proprietà (e il controllo) indiretti: metodo del moltiplicatore, *top-down* e *top-down* inverso

Il secondo periodo dell'art. 52, comma 1, detta la regola di calcolo della proprietà indiretta: «La proprietà indiretta è calcolata moltiplicando le azioni o i diritti di voto o altre partecipazioni detenute dai soggetti intermedi nella catena di soggetti in cui il titolare effettivo detiene azioni o diritti di voto e sommando i risultati di tali diverse catene, a meno che non si applichi l'articolo 54». Mentre il primo periodo si limita a enunciare che la proprietà può essere diretta o indiretta, questo secondo periodo indica *come* si calcola la proprietà indiretta, e va coordinato con l'art. 54 (sembra doversi intendere che questa disposizione si occupi della proprietà indiretta e l'art. 54 del controllo indiretto).

La disposizione, alla fine, "sembra" aver accolto "anche" il metodo del moltiplicatore. Dico "sembra", perché la formulazione è, a dir poco, oscura: se ne coglie il senso solo perché si conosce l'origine del dibattito e la prassi di descrivere quel metodo come "del moltiplicatore". E dico "anche", perché il metodo trova applicazione in via residuale rispetto a quello dell'art. 54, che – come si vedrà – configura un *top-down* puro. È noto che le possibili soluzioni erano tre: il metodo *bottom-up*, il metodo *top-down* e il metodo *top-down* col moltiplicatore.

Il riferimento al "sommare" va inteso nel senso che, ove si detengano partecipazioni indirette attraverso diverse partecipate (dirette o intermedie), occorre, per ciascuna catena, calcolare la partecipazione finale mediante il moltiplicatore, e poi sommare le partecipazioni finali così ottenute, al fine di determinare la partecipazione indiretta complessiva. È peraltro ragionevole ritenere che la somma vada effettuata anche quando, sulle singole catene, le partecipazioni siano tra loro eterogenee per oggetto (ad esempio, il 25% raggiunto per il tramite di una catena con partecipazioni al capitale e, per il tramite di un'altra, con partecipazioni ai diritti di voto o agli utili): e ciò, a mio avviso, tanto quando l'eterogeneità sussista tra catene diverse, quanto quando sussista *dall'interno* della medesima catena, tra i suoi diversi anelli. Del resto, sebbene il secondo periodo non ripeta l'inciso «compresi i diritti a una quota degli utili, ad altre risorse interne o al bilancio di liquidazione», è ragionevole – in coordinamento sistematico col periodo precedente – darne lettura estensiva: non avrebbe senso operare qui una selezione, tanto più che il riferimento a utili, risorse interne e quota di liquidazione è solo esemplificativo delle "altre partecipazioni", sicché il richiamo a queste ultime è di per sé sufficiente a comprenderli.

L'inciso finale – «a meno che non si applichi l'art. 54» – sta a significare che, se la partecipazione indiretta (anche per somma di più partecipazioni indirette) integra un "controllo", prevale il criterio del controllo di cui all'art. 54.

L'art. 54, rubricato «Coesistenza di partecipazione e controllo nell'assetto proprietario», stabilisce che, ove le società siano detenute attraverso un assetto proprietario a più livelli e, in una o più catene, la partecipazione e il controllo coesistano in relazione a diversi livelli, titolari effettivi sono: alla lett. a), «le persone fisiche che controllano, direttamente o indirettamente, attraverso una partecipazione o con altri mezzi, i soggetti giuridici che detengono una partecipazione diretta nella società»; alla lett. b), «le persone fisiche che, individualmente o cumulativamente, direttamente o indirettamente, detengono una partecipazione nella società che controlla, attraverso una partecipazione o con altri mezzi, la società».

La lett. a) contempla l'ipotesi del *top-down* classico: se la persona fisica A controlla il soggetto giuridico B, che detiene il 25% nella società C, allora A è titolare effettivo di C. La lett. b) contempla un'ipotesi che si aggiunge al *top-down* classico, in una sorta di forma "estesa" o "inversa": se A detiene il 25% nella società B, che controlla la società C, allora A è titolare effettivo di C. Complessivamente, dunque, è confermata la scelta del *top-down* (e non del *bottom-up*), cui si affianca, in funzione soltanto complementare e integrativa, il metodo del moltiplicatore.

Ne risultano tre distinte ipotesi. (i) Il *top-down* puro [art. 54, lett. a)]: A controlla B, che ha il 25% in C, sicché A è titolare effettivo di C. (ii) Il *top-down* inverso [art. 54, lett. b)]: A ha il 25% in B, che controlla C, sicché A è titolare effettivo di C. (iii) Il moltiplicatore [art. 52, comma 1, secondo periodo]: A ha il 50% in B, che ha il 50% in C, sicché A è titolare effettivo di C (il moltiplicatore dà il 25%). Quest'ultima ipotesi, apparentemente, sarebbe l'unica praticabile per il moltiplicatore, giacché se A avesse il 51% di una società con partecipazione compresa tra il 25% e il 50% scatterebbe l'ipotesi (i), e se A avesse il 49% di una società col 51% scatterebbe l'ipotesi (ii); ma la sua reale portata si coglie nel caso in cui si detengano più partecipazioni di questo tipo, attraverso diverse catene, ciascuna inferiore al 25%, ma che, sommate, raggiungano la soglia.

Va infine segnalato l'art. 51, comma 2, secondo capoverso, a mente del quale «Ai fini della valutazione dell'esistenza di una partecipazione nella società, si tiene conto di tutte le partecipazioni azionarie a ogni livello di proprietà». La disposizione precisa che la partecipazione indiretta può articolarsi anche su più livelli (la catena può constare anche di tre o più anelli): per ciascun anello si avrà un titolare effettivo, non necessariamente coincidente anello per anello. Anche qui torna, peraltro, la consueta trascuratezza: la norma discorre di "partecipazioni azionarie", quasi si riferisse alle sole s.p.a., laddove è ragionevole intenderla riferita all'intera portata del comma 1 (non solo le partecipazioni azionarie, ma anche quelle diverse, come le quote di s.r.l.; e non solo la "proprietà", ma anche i diritti di voto, gli utili, e così via). L'errore, ancora una volta, discende dalla versione inglese («*all shareholdings on every level of ownership*»), mentre le versioni francese, spagnola e tedesca discorrono, più correttamente, di "partecipazioni" (*participations, participaciones, Beteiligungen*).

10. Il criterio del controllo: la nozione di "influenza significativa" e le sue sottoarticolazioni

Al criterio del controllo è dedicato l'art. 53. Il comma 2 detta tre definizioni: quella di «controllo del soggetto giuridico» (la possibilità di esercitare, direttamente o indirettamente, «un'influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti all'interno del soggetto giuridico»); quella di «controllo indiretto» (il controllo di soggetti giuridici intermedi, in cui il controllo diretto è individuato a ciascun livello); e quella di «controllo attraverso una partecipazione nella società» (la proprietà, diretta o indiretta, del 50%+1 delle azioni, dei diritti di voto o di altra partecipazione).

La definizione generale [lett. a)] pone un primo, delicato problema interpretativo: non è chiaro perché si sia adottata la nozione di influenza "significativa", quando erano già disponibili le nozioni, sistematicamente e tecnicamente più collaudate, di influenza dominante e di influenza determinante. Si è inteso *estendere* la nozione di controllo? E, in caso affermativo, sino a che punto – financo sino a farla coincidere con l'influenza "notevole" che, nel nostro ordinamento, dà luogo al collegamento e non al controllo (il che parrebbe eccessivo)? Oppure occorre dare della norma una lettura correttiva, intendendo l'influenza "significativa" come influenza dominante o determinante?

Militano per la lettura estensiva: l'argomento letterale; l'argomento *a contrario* dal fatto che lo stesso legislatore UE conosce le nozioni di influenza dominante e determinante e avrebbe quindi deliberatamente scelto una formula diversa; il riscontro delle altre versioni ufficiali, che confermano l'aggettivazione (*erheblichen* in tedesco, *significant* in inglese, *notable* in francese, *significativa* in spagnolo, tutte distinte da "dominante" e da "determinante"); la coerenza teleologica e sistematica con la soglia del 25% (il "significativo" come qualcosa di meno del dominante o del determinante); e la circostanza che la norma menzioni l'influenza significativa *separatamente* dalla possibilità di imporre le proprie decisioni, così delineando due presupposti tra loro alternativi.

Militano, per contro, in favore della lettura correttiva: la mancanza di un parametro con cui misurare un'influenza altrimenti troppo sfumata; il rilievo che la stessa soglia del 25% è, sì, solo "significativa", ma opera nell'ambito del criterio della partecipazione, laddove il criterio del controllo dovrebbe esprimere qualcosa di più intenso; e la possibilità di leggere la formula «influenza significativa e di imporre decisioni pertinenti» come un'endiadi (l'uso della congiunzione "e", e non "o", suggerirebbe che l'influenza sia rilevante solo se consente di imporre le proprie decisioni). In questa direzione depone anche il Considerando 110, per il quale «Il controllo dovrebbe essere inteso come l'effettiva capacità di imporre la propria volontà nel processo decisionale della società su questioni sostanziali».

Quale che sia la soluzione preferita, resta il fatto che l'una espone all'incertezza di un parametro sfuggente, l'altra al rischio di forzare il dato letterale.

Un secondo problema attiene al significato dell'inciso «imporre decisioni *pertinenti* all'interno del soggetto giuridico». L'aggettivo "pertinenti" non sembra assumere un si-

gnificato logicamente coerente con la funzione della definizione: la pertinenza esprime un rapporto di funzionalità o coerenza rispetto a un fine (così, ad esempio, nell'art. 2204 c.c., per l'istitutore, il riferimento è agli atti "pertinenti all'esercizio dell'impresa"), ma qui, in difetto dell'indicazione del parametro rispetto al quale valutarla, essa resta del tutto vuota. Né soccorre la comparazione, che anzi restituisce un significato oscillante (il francese e lo spagnolo confermano l'italiano con *pertinentes*; il tedesco discorre di *entsprechende*, ossia "corrispondenti, appropriate"; l'inglese di *relevant decisions*, dove peraltro *relevant* vale "pertinente", "corrispondente"). Il Considerando 110, ancora una volta, orienta verso il senso di decisioni relative a "questioni sostanziali". Quanto, infine, all'inciso «all'interno del soggetto giuridico», esso va inteso nel senso di decisioni rilevanti per il governo della società e non di carattere puramente esterno.

Il controllo si sotto-articola, poi, nelle due figure del controllo «attraverso una partecipazione» e del controllo «con altri mezzi». La prima – definita dall'art. 53, comma 2, lett. c), come proprietà, diretta o indiretta, del 50%+1 delle azioni, dei diritti di voto o di altra partecipazione – corrisponde al nostro controllo interno di diritto, ed è riferita tanto alle azioni quanto ai voti; quanto all'"altra partecipazione", ritengo che, in coerenza con la definizione di "partecipazione" dell'art. 52, comma 1, essa vada intesa come comprensiva anche degli utili, delle altre risorse interne e della quota di liquidazione, sicché sarà "controllo attraverso una partecipazione" anche la titolarità di oltre il 50% dei diritti agli utili o alla quota di liquidazione. La seconda figura – il controllo "con altri mezzi" – non riceve una definizione positiva, ma si ricava dalla definizione generale di controllo [lett. a)] e per sottrazione rispetto al controllo attraverso una partecipazione: è tale, cioè, qualunque altro mezzo idoneo a consentire l'esercizio di un'influenza significativa e l'imposizione di decisioni pertinenti.

Il comma 3 tipizza alcune ipotesi di controllo con altri mezzi: la maggioranza dei diritti di voto, «sia essa condivisa o meno da persone che agiscono di concerto» [lett. a)]; il diritto di nominare o revocare la maggioranza dei membri degli organi di amministrazione, direzione o vigilanza [lett. b)]; i «pertinenti diritti di veto o di decisione connessi alla quota della società» [lett. c)]; le decisioni riguardanti la distribuzione degli utili o che comportino una «movimentazione patrimoniale» [lett. d)]. Il comma 4 soggiunge che, «in aggiunta a quanto previsto dal paragrafo 3, il controllo del soggetto giuridico può essere esercitato con altri mezzi», elencando (accordi formali o informali con proprietari, soci o soggetti giuridici, disposizioni statutarie, patti di sindacato e modalità di voto; rapporti tra familiari; accordi di nomina fiduciaria) non già ipotesi di controllo, bensì "mezzi" attraverso i quali una posizione di controllo può essere conseguita.

Se ne ricava che l'elencazione del comma 3 non è tassativa, ma meramente esemplificativa: lo confermano tanto la clausola introduttiva («comprende comunque»), quanto la stessa ampiezza della definizione generale di controllo.

Delle quattro lettere, peraltro, solo le prime due sono in grado di svolgere una effettiva funzione presuntiva. La lett. a) – riferita alle sole società – descrive la classica ipotesi di controllo interno di fatto (la "possibilità di esercitare la maggioranza dei diritti di voto"

va intesa nel senso tradizionale dell'art. 2359, n. 2, c.c., posto che la *titolarità* della maggioranza dei voti integrerebbe già un controllo attraverso una partecipazione) e include espressamente il controllo congiunto, non anche quello plurimo disgiunto (la differenza sta nel "concerto"). La lett. b) – riferita, questa volta, non alle sole società – amplia la portata del controllo di fatto, riferendosi tanto alla nomina quanto alla revoca, e agli organi non solo di amministrazione ma anche di vigilanza; la formula "comitato o organo di amministrazione, direzione o vigilanza" mira, con evidenza, a comprendere tutti i possibili sistemi di amministrazione e controllo, come chiarisce perspicuamente la versione tedesca.

Le lett. c) e d) presentano, invece, formulazioni particolarmente oscure. La lett. c), sui «pertinenti diritti di veto o di decisione connessi alla quota», sconta – oltre alla consueta trascuratezza – una notevole disomogeneità tra le versioni ufficiali; l'attribuzione di rilevanza ai diritti di veto evoca l'influenza determinante, e il richiamo ai diritti di *decisione* sembra alludere a diritti di assumere decisioni al di fuori del voto e della nomina degli organi (ad esempio un diritto particolare ex art. 2468, comma 3, c.c.); l'inciso «connessi alla quota della società» vale, plausibilmente, a distinguere i diritti connessi alla quota (che, in quanto tali, ricadono nel comma 3, con funzione tipizzante) da quelli di fonte parasociale (che, invece, ricadono nel comma 4, tra i parametri da valutare caso per caso). La lett. d), sulle decisioni relative alla distribuzione degli utili o comportanti una «movimentazione patrimoniale», va tenuta distinta dall'ipotesi di chi abbia oltre il 25% o il 50% degli utili (che integra "partecipazione" o "controllo attraverso una partecipazione"): qui rileva il *potere di imporre le proprie decisioni* sulla destinazione della ricchezza. Quanto alla "movimentazione patrimoniale", la comparazione linguistica (il tedesco *Vermögensverschiebung*, il francese *transfert d'actifs*, lo spagnolo *cambio en los activos*, l'inglese *shift in assets*) chiarisce che non si allude alle operazioni sul capitale, bensì alle decisioni che abbiano a oggetto atti di disposizione degli attivi idonei a comportare un mutamento significativo della composizione o dell'allocazione della ricchezza investita.

Il comma 4, infine, conferma il carattere "aperto" della fattispecie del controllo, nel quale rientra a pieno titolo anche il controllo "esterno", tanto nella declinazione del contratto di dominio quanto in quella classica dei contratti di scambio che generano un'influenza decisiva e un correlativo stato di soggezione. Va soltanto segnalato che la norma, esordendo con l'inciso «in aggiunta a quanto previsto dal paragrafo 3», sembrerebbe – letteralmente – configurare le fattispecie elencate come ipotesi di controllo ulteriori e a sé stanti: esito, questo, privo di senso, giacché quelle elencate non sono situazioni di controllo, ma "mezzi" idonei a conseguirlo (tra i quali, in particolare, il ricorso ad accordi di nomina fiduciaria, che descrive il classico caso del controllo tramite fiduciario o interposta persona, il quale si aggiunge al controllo indiretto tramite società controllate).

11. L'area soggettiva di applicazione: i soggetti giuridici societari e non societari

Un cenno conclusivo merita l'area soggettiva di applicazione. Le disposizioni non utilizzano più l'espressione "soggetti diversi dalle persone fisiche" (come l'attuale art. 20 del d.lgs. n. 231/2007), bensì quella, più semplice e sintetica, di "soggetti giuridici". La

formula non muta, però, la sostanza: essa comprende senz'altro qualsiasi soggetto entificato, dotato o meno di personalità giuridica – conformemente a quanto già ritenevo sotto la Direttiva 2015 – e dunque tanto le società quanto i soggetti non societari, tanto le società di capitali quanto le società di persone (si pensi ai consorzi con attività esterna, alle reti dotate di soggettività, ai GEIE, alle associazioni non riconosciute). Depongono in tal senso l'argomento letterale (l'impiego della locuzione "soggetti giuridici", e non già quella di "persone giuridiche", in contrapposizione alle "persone fisiche") e la comparazione linguistica (*legal entities / natural persons; entidades jurídicas / personas físicas; entités juridiques / personnes physiques*; e, sia pure con formula *prima facie* equivoca ma chiarita dalla contrapposizione, *juristischen Personen / natürlichen Personen*).

Resta, sul punto, un vasto campo aperto all'elaborazione interpretativa. Lo stesso Regolamento, del resto, non sempre distingue in modo consapevole tra "società" e "soggetti giuridici" diversi: talora si riferisce, senza distinzioni, ai "soggetti giuridici" [così l'art. 51, comma 1, nel cappello introduttivo; l'art. 53, comma 2, lett. a) e b), e comma 3, nel cappello e alle lett. b) e d); l'art. 53, comma 4; l'art. 54, alla lett. a); l'art. 54]; talora a "società o altro soggetto giuridico" [l'art. 51, comma 1, lett. b); l'art. 53, comma 1)]; talora alle sole "società" [l'art. 51, comma 1, lett. a); l'art. 52, comma 1; l'art. 53, comma 2, lett. c), e comma 3, lett. a) e c)]; talora, infine, ai soli "soggetti giuridici diversi dalle società" (l'art. 52, comma 4). Non sempre, tuttavia, tale distribuzione appare frutto di una scelta chiara e meditata, il che imporrà, in sede applicativa, un'attenta opera di ricostruzione sistematica.

12. Considerazioni conclusive: l'ampliamento della nozione e la centralità degli strumenti digitali di identificazione

All'esito dell'analisi, il quadro complessivo si lascia agevolmente riassumere. La nuova definizione del titolare effettivo, pur gravata da una qualità redazionale che si è dovuta più volte stigmatizzare, realizza un deciso *ampliamento* della nozione: cade il criterio residuale (sostituito dal più appropriato meccanismo di segnalazione dei dirigenti di alto livello); i criteri della partecipazione e del controllo divengono cumulativi; si abbassa la soglia della partecipazione e se ne valorizzano le molteplici declinazioni (capitale, voti, utili, altre risorse interne, quota di liquidazione); si affinano le regole sulla proprietà e sul controllo indiretti; e si arricchisce, sino quasi a dilatarsi, la nozione di controllo, attraverso la categoria dell'influenza significativa e l'espressa rilevanza del controllo congiunto e delle sue forme presuntive.

Questo ampliamento non è fine a sé stesso: esso risponde all'esigenza di intercettare, al di là dei possibili schermi e delle possibili interposizioni, chiunque vanti una posizione economicamente o giuridicamente significativa rispetto alla ricchezza investita nel soggetto giuridico. Ma proprio la maggiore ampiezza e granularità della nozione ne rende più arduo l'accertamento in concreto: individuare tutti i titolari effettivi, in ciascuna delle declinazioni ora rilevanti e lungo catene partecipative potenzialmente assai articolate, è compito che eccede le capacità di una verifica meramente documentale

e manuale.

È qui che si chiude il cerchio con il tema da cui si sono prese le mosse. L'ampliamento della nozione e la digitalizzazione degli strumenti di identificazione si presentano come i due poli di una relazione biunivoca e reciprocamente implicantesi. Da un lato, le apposite sezioni del Registro delle imprese e l'interconnessione europea dei registri (i sistemi BRIS e BORIS), operando su dati *machine readable*, consentono l'impiego di algoritmi di *graph analysis* capaci di ricostruire in tempo reale anche le catene più complesse e le strutture a "matrioska"; dall'altro, le tecniche di *Open Source Intelligence*, di intelligenza artificiale e di *Social Network Analysis*, incrociando banche dati e fonti aperte eterogenee, permettono di far emergere titolarità effettive che i registri formali non registrano, e di generare indicatori di anomalia e punteggi di rischio. Solo attraverso questi strumenti la nozione, così ampliata, può tradursi in una tutela effettiva; e, viceversa, solo una nozione così ampia consente a quegli strumenti di dispiegare appieno la propria funzione.

La titolarità effettiva, in altri termini, è davvero "alla prova" della digitalizzazione: ed è una prova che, per un verso, la impegna e, per altro verso, la rende, per la prima volta, concretamente sostenibile.