

**DR****Diritto del
Risparmio**

IL “CONTROLLO” NEL VENTURE CAPITAL: CONCETTO, DIRITTI DI GOVERNANCE E TEMI REGULATORY

di Matteo FORGIONE*

In venture capital transactions, control does not necessarily coincide with majority ownership or with the majority of voting rights. Market practice often shows a structural separation between the capital formally held and the powers actually exercisable through governance rights, veto rights, board appointment rights, access to information and protective provisions. This article analyses such functional notion of control, starting from Article 2359 of the Italian Civil Code and examining its interaction with regulatory regimes relying on substance-based standards of influence, including the Bank Holding Company Act, CFIUS and Golden Power. Investor rights should be structured ex ante not only as economic protection mechanisms, but also as instruments of regulatory compliance and mitigation.

**Settembre
fascicolo 3/2026**

* Financial, Corporate Lawyer & Legal Counsel Equity Investments presso Banca Intesa Sanpaolo S.p.A.

Rivista di Diritto del Risparmio

APPROFONDIMENTI

**Il “controllo” nel venture capital: concetto, diritti di governance
e temi regulatory***

di Matteo FORGIONE**

**Settembre
fascicolo 3/2026**

* Contributo approvato dai *referee*.

** Financial, Corporate Lawyer & Legal Counsel Equity Investments presso Banca Intesa Sanpaolo S.p.A.

Abstract

In venture capital transactions, control does not necessarily coincide with majority ownership or with the majority of voting rights. Market practice often shows a structural separation between the capital formally held and the powers actually exercisable through governance rights, veto rights, board appointment rights, access to information and protective provisions. This article analyses such functional notion of control, starting from Article 2359 of the Italian Civil Code and examining its interaction with regulatory regimes relying on substance-based standards of influence, including the Bank Holding Company Act, CFIUS and Golden Power. Investor rights should be structured ex ante not only as economic protection mechanisms, but also as instruments of regulatory compliance and mitigation.

Nelle operazioni di venture capital, la nozione di controllo non coincide necessariamente con la partecipazione di maggioranza né con la disponibilità della maggioranza dei diritti di voto. La prassi negoziale evidenzia, al contrario, una frequente dissociazione tra capitale formalmente detenuto e poteri concretamente esercitabili mediante diritti di governance, veto rights, diritti di nomina, info rights e clausole protettive. Il contributo analizza tale nozione funzionale di controllo muovendo dall'art. 2359 c.c. e verificandone l'interazione con discipline regolamentari che adottano criteri sostanziali, tra cui Bank Holding Company Act, CFIUS e Golden Power. Ne emerge la necessità di strutturare ex ante i diritti dell'investitore non solo in chiave di tutela economica dell'investimento, ma anche come presidio di compliance regolamentare e prevenzione.

Il “controllo” nel venture capital: concetto, diritti di governance e temi regulatory

A cura di Matteo FORGIONE.

SOMMARIO: 1. Il controllo come nozione funzionale nelle operazioni VC. – 2. Art. 2359 c.c. e insufficienza della sola prospettiva partecipativa. – 3. Diritti di governance e controllo “contrattuale” nelle società target. – 4. Bank Holding Company Act e Regulation Y: la controlling influence come criterio prudenziale. – 5. CFIUS: controllo, accesso informativo e sicurezza nazionale. – 6. Golden Power: controllo, influenza dominante e asset strategici. – 7. Criteri di drafting e strumenti di mitigazione. – 8. Conclusioni.

1. Il controllo come nozione funzionale nelle operazioni VC.

Il tema del controllo nelle operazioni di venture capital impone di superare una lettura meramente quantitativa della partecipazione sociale. In tali operazioni, infatti, l'investitore finanziario è spesso titolare di una partecipazione minoritaria, ma dispone, in forza della documentazione contrattuale, di prerogative idonee a incidere in modo significativo sull'attività della società target. La nozione di controllo assume, pertanto, una funzione trasversale, posta all'intersezione tra diritto societario, contrattualistica dell'investimento e discipline regolamentari applicabili.

L'elemento caratterizzante non è soltanto il numero di azioni o quote detenute, bensì la concreta capacità di orientare, impedire o condizionare decisioni rilevanti della società. In questa prospettiva, le clausole tipiche degli investment agreements e degli shareholders' agreements – reserved matters, veto rights, diritti di nomina, information rights, observer rights, diritti di exit e clausole di protezione – possono produrre effetti di influenza che, pur non integrando necessariamente una maggioranza assembleare, assumono rilievo nella qualificazione regolamentare dell'investimento.

La questione non è meramente teorica. Se determinati diritti attribuiti all'investitore sono qualificabili come strumenti di controllo o di influenza dominante, l'operazione può essere attratta nel perimetro di discipline prudenziali, di sicurezza nazionale o di poteri speciali, con conseguenze rilevanti in termini di filing, sospensione del closing, misure di mitigazione, divieti, obblighi di dismissione o limitazioni alla governance.

2. Art. 2359 c.c. e insufficienza della sola prospettiva partecipativa.

Nel diritto italiano, il punto di partenza resta l'art. 2359 c.c., che individua le società controllate in relazione alla disponibilità della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria, alla disponibilità di voti sufficienti per esercitare un'influenza dominante o alla sussistenza di particolari vincoli contrattuali. La norma accoglie, dunque, una concezione non esclusivamente proprietaria del controllo, poiché affianca al controllo di diritto il controllo di fatto e il controllo contrattuale¹.

La giurisprudenza di legittimità ha contribuito a chiarire la natura sostanziale della nozione codicistica, valorizzando l'effettiva capacità di incidere sulle decisioni assembleari e gestionali, anche attraverso forme di influenza indiretta o esercitata tramite soggetti interposti². Tale impostazione consente di leggere l'art. 2359 c.c. come una clausola di raccordo tra assetti proprietari, poteri negoziali e dinamiche decisionali.

Tuttavia, nel venture capital l'art. 2359 c.c. non esaurisce il problema. Esso individua categorie utili, ma non sempre sufficienti a cogliere la complessità dei diritti attribuiti all'investitore. Quest'ultimo può infatti detenere una percentuale inferiore al 20–30% e, ciononostante, disporre di diritti di veto su budget, business plan, indebitamento, operazioni straordinarie, trasferimento di asset, assunzione di personale chiave o modifica dell'oggetto sociale. In tali casi, la questione verte sul capire se il soggetto disponga di un potere condizionante sulle decisioni strategiche.

3. Diritti di governance e controllo “contrattuale” nelle società target.

La contrattualistica VC tende a distinguere tra diritti di protezione economica e diritti amministrativi. I primi mirano a preservare il valore dell'investimento; i secondi possono incidere sull'autonomia decisionale della società e, se eccessivamente penetranti, avvicinarsi a una nozione sostanziale di controllo. La linea di confine è particolarmente sottile nei casi in cui i diritti dell'investitore non si limitino a impedire operazioni straordinarie pregiudizievoli, ma consentano di orientare la gestione ordinaria o le scelte strategiche della target.

Sul punto, rilevano: i diritti di nomina di amministratori; la presenza di board observer con accesso sistematico a informazioni sensibili; i diritti di veto su materie operative; gli

¹ Art. 2359 c.c.

² Cass. Civ., Sez. Trib., 7 maggio 2025, n. 11954; Cass. Civ., Sez. II, 3 maggio 2017, n. 10726.

information rights estesi a dati commerciali, tecnologici o strategici; le clausole di exit che attribuiscono all'investitore poteri di condizionamento su change of control o processi di vendita. Tali diritti devono essere valutati nel loro effetto cumulativo.

Ne deriva l'opportunità di adottare una tecnica di drafting consapevole della dimensione regolamentare del controllo. Ad esempio, un diritto di veto limitato a materie essenziali di protezione patrimoniale è diverso da un diritto di approvazione preventiva su scelte gestionali ricorrenti; un information right destinato al monitoraggio finanziario è diverso da un accesso illimitato a informazioni tecniche non pubbliche; un observer right privo di voto è diverso da un coinvolgimento sostanziale nei processi decisionali.

4. Bank Holding Company Act e Regulation Y: la controlling influence come criterio prudenziale.

Il Bank Holding Company Act del 1956 rappresenta uno degli esempi più significativi di nozione sostanziale di controllo. Ai sensi del 12 U.S.C. § 1841, una company ha controllo su una banca o su un'altra company quando possiede, controlla o ha il potere di votare almeno il 25% di una classe di voting securities, controlla l'elezione della maggioranza dei directors o trustees, oppure quando il Board accerta l'esercizio, diretto o indiretto, di una controlling influence sulla gestione della società³.

La stessa disposizione prevede una presunzione di non controllo per il soggetto che detenga meno del 5% di una classe di voting securities, limitatamente ai procedimenti relativi alla controlling influence. Tale presunzione, tuttavia, non esclude che l'analisi regolamentare debba considerare la struttura complessiva dei diritti attribuiti all'investitore⁴.

La Final Control Rule del 2020, confluita nella Regulation Y, ha formalizzato un sistema di presunzioni volto a rendere più trasparente la valutazione del controllo. Il 12 C.F.R. § 225.32 prevede, tra l'altro, presunzioni relative a management contracts o accordi equivalenti, al possesso di almeno un terzo del total equity, nonché a combinazioni tra partecipazioni pari o superiori al 5% delle voting securities e diritti di governance, rappresentanza nel board o capacità di bloccare major operational or policy decisions⁵.

³ 12 U.S.C. § 1841(a)(2).

⁴ 12 U.S.C. § 1841(a)(3).

⁵ Federal Reserve Board, Control and Divestiture Proceedings, Final Rule, 85 Fed. Reg. 12398, 2 marzo 2020; Regulation Y, 12 C.F.R. § 225.32.

Per un investitore appartenente a un gruppo bancario, tali criteri impongono particolare attenzione alla strutturazione dell'investimento in società con operatività statunitense. Non è sufficiente limitarsi alla percentuale detenuta: occorre verificare l'interazione tra voting securities, total equity, diritti di nomina, veto rights e diritti informativi. In assenza di adeguati presidi, l'investimento VC può generare effetti prudenziali indesiderati, sino all'assoggettamento a vincoli di vigilanza o a obblighi di riorganizzazione della partecipazione.

5. CFIUS: controllo, accesso informativo e sicurezza nazionale.

La disciplina CFIUS muove da una logica diversa da quella prudenziale bancaria, ma converge verso una nozione sostanziale di influenza. Il 31 C.F.R. Part 800, adottato in attuazione della Section 721 del Defense Production Act, consente al Committee on Foreign Investment in the United States di esaminare covered transactions e di valutare gli effetti dell'operazione sulla sicurezza nazionale statunitense⁶.

Particolarmente rilevante per il venture capital è la nozione di covered investment. Ai sensi del 31 C.F.R. § 800.211, può costituire covered investment l'investimento, diretto o indiretto, di una foreign person in un TID U.S. business, anche quando non si tratti di una covered control transaction, se l'investimento attribuisce accesso a material nonpublic technical information, membership o observer rights nel board o il diritto di nominare un componente dell'organo di governo, oppure coinvolgimento in substantive decisionmaking in materia di dati sensibili, critical technologies o covered investment critical infrastructure⁷.

La disciplina CFIUS, dunque, rende evidente che il controllo non coincide necessariamente con il voto. Anche una partecipazione minoritaria può diventare rilevante se consente un accesso informativo qualificato o una partecipazione ai processi decisionali su materie sensibili. Per il venture capital, ciò incide direttamente sulla negoziazione di observer rights, information rights e veto rights, che devono essere calibrati in funzione della natura della target e del suo oggetto sociale.

La rilevanza regolamentare dell'investimento non deriva soltanto dall'identità dell'investitore straniero, ma dalla combinazione tra qualità della target, oggetto sociale, dati trattati, tecnologie sviluppate e diritti contrattuali concessi. Questa impostazione impone una due

⁶ 50 U.S.C. § 4565; 31 C.F.R. Part 800.

⁷ 31 C.F.R. § 800.211.

diligence regolamentare ex ante: la rinuncia ad alcuni diritti, la trasformazione di taluni diritti informativi in reporting aggregato o la previsione di information barriers possono costituire strumenti di mitigazione, ma devono essere valutati caso per caso.

6. Golden Power: controllo, influenza dominante e asset strategici.

Nel sistema italiano, la disciplina dei poteri speciali attribuisce al Governo poteri di intervento in relazione a imprese operanti in settori strategici. Il d.l. 15 marzo 2012, n. 21 disciplina i poteri speciali sugli assetti societari nei settori della difesa e sicurezza nazionale e nelle attività di rilevanza strategica nei settori dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, oltre a successivi ampliamenti⁸.

Il golden power è un sistema di poteri esercitabili con riguardo a società che svolgono attività strategiche, indipendentemente dalla titolarità di partecipazioni statali. I poteri speciali possono consistere, tra l'altro, nell'opposizione all'acquisto di partecipazioni, nel veto all'adozione di delibere societarie o nell'imposizione di prescrizioni e condizioni.

Anche in tale disciplina il controllo assume una dimensione sostanziale. L'analisi non si esaurisce nell'acquisizione di una partecipazione di maggioranza, ma riguarda l'effetto dell'operazione sugli assetti proprietari, sui diritti di governance e sulla possibilità di incidere in maniera strategica. In termini di drafting, ciò impone di verificare l'oggetto sociale della target, la natura effettiva delle attività svolte, l'eventuale riconducibilità a settori regolati e l'impatto dei diritti attribuiti all'investitore.

Sul piano operativo, il rischio Golden Power non incide soltanto sulla validità o efficacia dell'operazione, ma anche sulle tempistiche di closing, sulla negoziazione delle conditions precedent, sulle dichiarazioni e garanzie regolamentari e sui termination rights in caso di prescrizioni incompatibili con l'interesse dell'investitore. La clausola regolamentare, in tale prospettiva, non è un elemento accessorio, ma una componente essenziale dell'allocazione del rischio.

7. Criteri di drafting e strumenti di mitigazione.

Dalla comparazione tra art. 2359 c.c., BHCA, CFIUS e Golden Power emerge un principio operativo comune: nelle operazioni VC, il controllo deve essere valutato in termini sostanziali

⁸ D.l. 15 marzo 2012, n. 21, conv. con modificazioni dalla l. 11 maggio 2012, n. 56; Regolamento (UE) 2019/452.

e cumulativi. La partecipazione detenuta costituisce soltanto uno degli elementi dell'analisi; assumono pari o maggiore rilievo i diritti di voto, l'equity complessiva, i diritti di nomina, la presenza nel board, gli observer rights, gli information rights, i veto rights e le relazioni commerciali o contrattuali tra investitore e target.

Sul piano redazionale, la documentazione di investimento dovrebbe prevedere meccanismi di regolazione dinamica dei diritti dell'investitore in caso di regulatory event. Tra gli strumenti ricorrenti possono annoverarsi: limitazioni ai diritti di voto; cap alla partecipazione votante; conversione di azioni votanti in non-voting shares; rinuncia o sospensione di veto rights; trasformazione del board seat in observer right o, al contrario, rinuncia all'observer right ove rilevante ai fini CFIUS; information barriers; esclusione dall'accesso a material nonpublic technical information; obblighi di cooperazione ai fini di filing; conditions precedent regolamentari; mandatory divestment o forced conversion in caso di evento regolamentare sopravvenuto.

Tali clausole devono essere formulate in modo coerente con la struttura economica dell'operazione. Una mitigazione regolamentare non può svuotare irragionevolmente la posizione dell'investitore, ma deve ridurre il rischio di qualificazione senza compromettere le finalità di tutela economica dell'investimento. Da questo punto di vista, il drafting VC richiede un bilanciamento tra protezione contrattuale, enforceability e regulatory compliance.

8. Conclusioni.

Il controllo nelle operazioni di venture capital non è una categoria unitaria, ma un concetto a geometria variabile, destinato a mutare in funzione della disciplina applicabile. Nel diritto societario italiano, l'art. 2359 c.c. offre una base concettuale utile, poiché già contempla controllo di diritto, di fatto e contrattuale; tuttavia, la prassi VC mostra che l'influenza può derivare da un insieme di diritti negoziali che non sempre si traducono in maggioranza assembleare.

Le discipline BHCA, CFIUS e Golden Power confermano tale evoluzione: ciò che rileva non è soltanto quanto capitale l'investitore detiene, ma quali poteri può esercitare, quali informazioni può ricevere, quali decisioni può bloccare o orientare, e quali effetti tali poteri producono su attività regolamentate o strategiche.

Ne deriva una conseguenza pratica: la definizione di controllo deve essere presidiata sin dalla fase di term sheet. Nei deal VC, l'errore non consiste soltanto nel concedere troppi diritti

all'investitore, ma nel concederli senza averne valutato la possibile rilevanza regolamentare. La corretta strutturazione di voting rights, veto rights, board rights, observer rights e information rights costituisce, pertanto, non solo una tecnica di protezione dell'investimento, ma anche uno strumento di prevenzione del rischio regolamentare.