ISSN 2282-667X

Orizzonti del Diritto Commerciale

3/2026

Rivista telematica dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale
Online Journal of the Italian Association of Commercial Law Scholars



G. Giappichelli Editore

Rivista quadrimestrale - 3/2026
Quarterly Journal - 3/2026

Orizzonti del Diritto Commerciale



3/2026

Editor-in-chief

Giuliana Scognamiglio

Editorial Board

Pierre-Henri Conac, Jorge M. Coutinho de Abreu, Francesco Denozza, Stefan Grundmann, Carlo Ibba, Jonathan Macey, Marco Maugeri, Vincenzo Meli, Massimo Miola, Aurelio Mirone, Andrea Perrone, Serenella Rossi, Davide Sarti, Giuliana Scognamiglio, Giovanni Strampelli, Rüdiger Veil

Editorial Staff

Alessio Bartolacelli, Ilaria Capelli, Elisabetta Codazzi, Silvia Corso, Chiara Garilli, Carmen Herrero Suárez, Corrado Malberti, Alessio Scano, Alessandra Zanardo

Referees

Niccolò Abriani, Peter Agstner, Filippo Annunziata, Davide Arcidiacono, Gaia Balp, Paolo Benazzo, Michele Bertani, Massimo Bianca, Paolo Butturini, Oreste Cagnasso, Lucia Calvosa, Antonio Capizzi, Andrea Caprara, Stefano Cerrato, Antonio Cetra, Marco Cian, Nicoletta Ciocca, Monica Cossu, Concetto Costa, Emanuele Cusa, Giacomo D'Attorre, Michele de Mari, Vincenzo De Stasio, Vincenzo Di Cataldo, Philipp Fabbio, Massimo Fabiani, Giuseppe Ferri, Cristiana Fiengo, Marilena Filippelli, Anna Genovese, Carlo Felice Giampaolino, Gianvito Giannelli, Sergio Gilotta, Paolo Giudici, Andrea Guaccero, Gianluca Guerrieri, Giuseppe Guizzi, Aldo Laudonio, Elisabetta Loffredo, Mario Libertini, Giorgio Marasà, Laura Marchegiani, Giuliana Martina, Marisaria Maugeri, Carlo Meo, Paolo Montalenti, Federico M. Mucciarelli, Mario Notari, Stefania Pacchi, Elisabetta Pederzini, Michele Perrino, Chiara Picciau, Paolo Piscitello, Gaetano Presti, Maddalena Rabitti, Roberto Sacchi, Pierpaolo Sanfilippo, Renato Santagata, Armando Santoni, Vittorio Santoro, Laura Schiuma, Marco Speranzin, Marco S. Spolidoro, Lorenzo Stanghellini, Daniele Stanzione, Mario Stella Richter, Andrea Tina, Alberto Toffoletto, Umberto Tombari, Paolo Valensise, Silvia Vanoni, Francesco Vella, Andrea Vicari, Giuseppe Zanarone

Editorial Assistants

Filippo Viola, Anna Masi, Giulio Mandelli

I lavori pubblicati nel presente fascicolo sono stati assoggettati, ai sensi del regolamento ANVUR per la classificazione delle Riviste approvato con Delibera del Consiglio Direttivo n. 306 del 21/12/2023 e con le eccezioni ivi previste, a procedure di peer review *secondo i criteri le modalità descritti nel detto Regolamento.*

The articles published in this issue have been subject, in accordance with the ANVUR regulations for the classification of journals approved by Executive Board Resolution No. 306 of 21 December 2023 and subject to the exceptions set out therein, to peer review procedures in accordance with the criteria and guidelines laid down in those regulations.

Orizzonti del Diritto Commerciale

Rivista ODC

3/2026



G. Giappichelli Editore – Torino

Rivista telematica dell'Associazione italiana dei professori universitari di diritto commerciale
Online Journal of the Italian Association of Commercial Law Scholars
ISSN 2282-667X
Iscrizione al R.O.C. n. 25223

Rivista Open Access



Copyright: G. GIAPPICHELLI EDITORE

Indice
Table of Contents

pag.

Saggi Articles

Misurare il valore nell'economia degli intangibili (profili sistematici, aziendalistici e contabili)
Measuring value in the intangible economy (systematic, business and accounting perspectives)
SABINO FORTUNATO 614

Note sul dovere di agire informati degli amministratori privi di deleghe nella s.p.a. riformata
The duty of non-executive directors to act on an informed basis under the recent reform of the Italian Civil Code
GIULIANA SCOGNAMIGLIO 635

L'organizzazione dei controlli nelle società quotate e nelle banche. Funzioni, poteri e responsabilità dopo le recenti riforme
The organisation of corporate controls in listed companies and banks: functions, powers and liability after the recent reforms
AURELIO MIRONE 654

Gestione della proprietà intellettuale e doveri degli amministratori, tra realtà economica, discrezionalità imprenditoriale e *best practices*
Directors' duties in managing corporate intellectual property
PHILIPP FABBIO 680

La scissione mediante scorporo: il nuovo istituto e le sue ricadute sistematiche
Division by separation and its systemic implications
MARIA DI SARLI 708

pag.

Temi e dibattiti Comments and analysis

La liquidazione semplificata delle *start-up innovative* nella proposta EU Inc.: prime riflessioni
The simplified winding-up of innovative start-ups in the EU Inc. *proposal: preliminary reflections*
ELENA FREGONARA 740

L'intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi di investimento tra regole di condotta e regole di organizzazione
Artificial intelligence in the provision of investment services: between rules of conduct and rules of organisation
GIULIA SERAFIN 769

Il contenzioso climatico dal caso *Shell* all'approvazione del pacchetto "Omnibus I": note critiche
Climate litigation from the Shell *case to the adoption of the "Omnibus I" package: critical remarks*
MARCO BAIO 794

Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza Newly listed issuers under the reform of the Consolidated Law on Finance

Brevi note introduttive ai lavori del Convegno
Opening remarks to the Conference
GIULIANA SCOGNAMIGLIO 825

Le "società neoquotate" e l'autonomia statutaria nel percorso di riforma dei mercati dei capitali: un inquadramento di sistema
Reforming the rules for newly listed companies in the broader capital markets reform: a systematic analysis
STEFANO CAPPIELLO 827

Finanza, *governance* e attrazione dei capitali
Finance, governance and attracting capital
MASSIMO MENCHINI, DIMITRI ROMESSIS 843

pag.

Imprese italiane e mercato dei capitali. *The long and winding road*
Italian companies and the capital markets. The long and winding road
ANDREA PERRONE 849

Quotarsi per crescere: luci e ombre delle nuove regole
Going public to grow: the bright and dark sides of the new rules
FRANCESCO VELLA 862

Il regime degli emittenti di nuova quotazione tra autonomia statutaria e sperimentazione regolatoria
The regime for newly listed issuers: between private autonomy and regulatory experimentation
ANDREA ZOPPINI 878

Osservazioni sugli interventi della prima sessione di lavoro
Remarks on the contributions to the first working session
GIOVANNI STRAMPELLI 887

La riforma del t.u.f. nella prospettiva del sostegno alla competitività del mercato dei capitali italiano
The reform of the Italian consolidated law on finance from the perspective of enhancing the competitiveness of the Italian capital market
ALESSANDRA BALBO 895

Il governo societario degli emittenti di nuova quotazione e delle PMI quotate
Corporate governance of newly listed issuers and listed SMEs
LEONARDO BENVENUTO 901

La disciplina delle OPC delle società di "nuova quotazione"
The regulatory framework for related-party transactions of "newly listed" companies
ANNA GENOVESE 911

La *governance* delle società di nuova quotazione: qualche riflessione critica
The governance of newly listed companies: some critical reflections
GIUSEPPE GUIZZI 920

L'assemblea nelle società di nuova quotazione
The shareholders' meeting in newly listed companies
SERENELLA ROSSI 932

pag.

Osservazioni sugli interventi della seconda sessione di lavoro
Remarks on the contributions to the second working session
MARCO MAUGERI 944

In memoriam

Ricordo di Sergio Patriarca
In memory of Sergio Patriarca
ILARIA CAPELLI 950

Saggi
Articles

Misurare il valore nell'economia degli intangibili (profili sistematici, aziendalistici e contabili)

Measuring value in the intangible economy (systematic, business and accounting perspectives)

Sabino Fortunato*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-1

ABSTRACT

Il saggio esplora le sfide epistemologiche, aziendalistiche e giuridiche legate alla misurazione del valore nell'economia degli intangibili. Partendo dall'analisi del "capitalismo senza capitale" e dalle peculiarità degli investimenti immateriali (*sunk costs*, *scalability*, *spillovers*, *synergies*), l'autore evidenzia il paradosso tra l'esigenza di quantificazione economica e l'intrinseca inestimabilità di fattori come il capitale umano e relazionale. Il testo analizza lo slittamento paradigmatico dal concetto di reddito a quello di valore e confronta i rigidi vincoli dei principi contabili nazionali (OIC 24) e internazionali (IAS 38) in merito all'iscrizione a bilancio degli *asset* immateriali. Inoltre, esamina le criticità emerse nella giurisprudenza tributaria della Corte di Cassazione sulla stima dell'avviamento e sull'inerenza dei costi pluriennali. Infine, il saggio individua nella nuova direttiva europea sulla rendicontazione di sostenibilità (CSRD), basata sul principio della doppia materialità, lo strumento istituzionale essenziale per colmare il divario informativo e rendicontare il capitale intellettuale, umano e sociale altrimenti escluso dai tradizionali prospetti contabili.

This essay explores the epistemological, managerial and legal challenges associated with measuring value in the intangible economy. Starting from an analysis of "capitalism without capital" and the distinctive features of intangible investments (sunk costs, scalability, spillovers, and synergies), the author highlights the paradox between the need for economic

* Professore emerito di diritto commerciale, Università Roma Tre; e-mail: studiolegalesabinofortunato@gmail.com. Si tratta della relazione, riveduta e ampliata, tenuta al Convegno svoltosi a Siena, 20-21 ottobre 2022, sul tema "*L'economia degli 'intangibili' e le sue regole. Un dialogo interdisciplinare*", organizzato dall'Università di Siena e dal Dipartimento di Studi Aziendali e Giuridici sotto la responsabilità scientifica del prof. Giovanni Romano.

*quantification and the inherent immeasurability of factors such as human and relational capital. The essay examines the paradigmatic shift from the concept of income to that of value and compares the constraints imposed by national (OIC 24) and international (IAS 38) accounting standards on the recognition of intangible assets in financial statements. It also examines the critical issues that have emerged in the tax case law of the Italian Supreme Court (*Corte di cassazione*) concerning the valuation of goodwill and the requirement of business relevance (*inerenza*) for multi-year costs. Finally, the essay identifies the European framework on sustainability reporting (CSRD), based on the principle of double materiality, as an institutional tool capable of helping to bridge the information gap by enabling the reporting of intellectual, human and social capital that would otherwise remain excluded from traditional financial statements.*

SOMMARIO:

1. L'ascesa dell'economia della conoscenza e le contraddizioni del capitalismo senza capitale. – 2. L'ontologia della misurazione e il paradosso dell'inestimabile. – 3. Il paradigma aziendalistico: lo slittamento strutturale dal reddito al valore. – 4. I *framework* contabili a confronto: le direttrici di OIC 24 e IAS 38. – 5. Il prisma della giurisprudenza: il contenzioso tributario e la stima dell'inestimabile. – 6. La nuova frontiera normativa: rendicontazione di sostenibilità e istituzionalizzazione degli intangibili. – 7. Conclusioni.

1. *L'ascesa dell'economia della conoscenza e le contraddizioni del capitalismo senza capitale*

A partire dagli anni '80 del '900, i sistemi economici globali hanno registrato una transizione epocale, caratterizzata dalla crescita esponenziale dell'economia della conoscenza e dall'affermazione di un paradigma produttivo fondato in via prioritaria sullo sviluppo, l'accumulazione e lo scambio di risorse immateriali o "intangibles". Come ampiamente illustrato nella letteratura di riferimento, questa evoluzione ha segnato il progressivo superamento del tradizionale modello industriale basato sulla produzione di massa e sulla centralità del capitale fisico [1].

[1] Si pensi al pionieristico studio di F. Machlup, *The Production and Distribution of Knowledge in the United States*, Princeton Univ. Press,1962; poi al fondamentale testo di P. Drucker, *La società post-capitalista*, Sperling & Kupfer,1993. Sulla economia della conoscenza e gli intangibili fra i tanti cfr.: E. Rullani, *Economia della conoscenza. Creatività e valore nel capitalismo delle reti*, Carocci, 2004; E. Grazzini, *L'economia della conoscenza oltre il capitalismo. Crisi dei ceti medi e rivoluzione lunga*, Codice Edizioni, 2008; A. Beretta Zanoni, *Il valore delle risorse immateriali. Equilibrio economico aziendale, beni immateriali e risorse intangibili*, Il Mulino, 2005. Nella nostra dottrina giuridica si vedano in particolare le opere di E. Bocchini, *Il diritto commerciale nella società dell'informazione*, Esi, 2018 (edizioni precedenti in volumi separati per Cedam nel 2008, 2011 e 2013); Id., *Manuale di diritto commerciale nella società dell'informazione*, Utet Giuridica, 2026. V. anche gli

Tuttavia, la traiettoria storica di questa espansione si è rivelata profondamente ambigua, foriera di dinamiche sistemiche inedite e spesso destabilizzanti. La cosiddetta "New Economy", affermatasi prepotentemente alla svolta del nuovo millennio, lungi dal garantire una crescita lineare e ininterrotta, ha innescato un'accelerazione di crisi cicliche ravvicinate, culminate nella Grande Recessione globale del 2007-2008, nella successiva e drammatica crisi dei debiti sovrani europei e, in tempi più recenti, negli *shock* asimmetrici derivanti dalle emergenze pandemiche e dal repentino mutamento dell'ordine geopolitico e macroeconomico mondiale [2]. In questo scenario di elevata volatilità, le analisi macroeconomiche più aggiornate evidenziano i contorni di un rallentamento strutturale della crescita degli investimenti intangibili a livello globale, un fenomeno che si accompagna al paradosso teorico della "stagnazione secolare" [3]. L'ascesa di un *capitalismo dematerializzato* ha generato disuguaglianze crescenti, marcando un divario sempre più netto e incolmabile tra le imprese *leader* – capaci di monopolizzare le risorse immateriali e i *network* di dati – e le imprese minori concorrenti, le quali faticano a sostenere i ritmi dell'innovazione. Tali dinamiche hanno introdotto profonde disfunzioni nei tradizionali meccanismi concorrenziali, generando un ecosistema economico connotato da un'intrinseca fragilità, da una pervasiva incertezza e da una percezione diffusa di inautenticità delle relazioni economiche.

Il tentativo accademico di decodificare queste molteplici contraddizioni trova una articolata base teorica nelle tesi sviluppate dagli economisti Jonathan Haskel e Stian Westlake nel loro saggio importante *Capitalismo senza capitale. L'ascesa dell'economia intangibile* [4]. In quest'opera, che costituisce un significativo punto di riferimento bibliografico per l'analisi contemporanea, l'avvento dell'economia degli intangibili viene spiegato attraverso le caratteristiche intrinseche degli investimenti immateriali, le quali si discostano radicalmente dalle logiche applicabili ai beni materiali. Tali specificità vengono riassunte nel paradigma concettuale delle "quattro S".

Il primo elemento è rappresentato dai *Sunk costs* (costi sommersi). Gli investimenti in *asset* intangibili, quali la ricerca e sviluppo, il *design*, o la formazione del

---

scritti in onore di E. Bocchini di Aa.Vv., *Il diritto commerciale nella società dell'informazione*, Esi, 2018, ove anche il mio scritto su *L'evoluzione del diritto contabile in Europa* (p. 79 ss.).

[2] Cfr. J. Rifkin, *L'era dell'accesso. La rivoluzione della new economy*, Mondadori, 2000; A. Tooze, *Lo schianto. 2008-2018. Come un decennio di crisi economica ha cambiato il mondo*, Mondadori, 2018; e sotto il profilo strettamente giuridico sempre E. Bocchini, *Introduzione al diritto commerciale nella New Economy*, Cedam, 2001.

[3] La teoria della *stagnazione secolare* è una condizione macroeconomica di crescita economica debole o nulla e di mancato pieno impiego delle risorse, causata da uno squilibrio strutturale tra un eccesso di risparmio e una scarsità di investimenti. Nata negli anni '30 con l'economista Alvin Hansen, è stata ripresa dopo la crisi finanziaria del 2008.

[4] J. Haskel, S. Westlake, *Capitalismo senza capitale. L'ascesa dell'economia intangibile*, Franco Angeli, 2018.

personale, sono spesso irrecuperabili nel caso in cui il progetto imprenditoriale fallisca o non raggiunga la fase di commercializzazione. A differenza dei macchinari fisici o degli immobili, che possono essere facilmente liquidati sul mercato secondario, un algoritmo incompleto o una campagna di *marketing* fallimentare non possiedono un valore di realizzo. Questa caratteristica altera radicalmente le logiche di finanziamento delle imprese, poiché il sistema bancario tradizionale, basato sull'erogazione di credito a fronte di garanzie reali tangibili, fatica a supportare l'economia immateriale, costringendo il mercato a ricercare forme alternative di raccolta del capitale di rischio (come il *venture capital*, il *crowdfunding* o le SPAC – *Special Purpose Acquisition Company*, scatole vuote create solo per raccogliere fondi in Borsa tramite IPO per poi acquisire entro 24 mesi una società *target* da quotare a sua volta).

Il secondo elemento cardine è la *Scalability* (scalabilità). Una volta generato e perfezionato, un bene intangibile, come un *software*, un *database* o un protocollo operativo, può essere replicato, distribuito e utilizzato su scala globale con costi marginali decrescenti e prossimi allo zero. Questa iper-scalabilità favorisce dinamiche di mercato di tipo monopolistico o oligopolistico, il cosiddetto modello *winner-takes-all*, in cui le prime imprese che riescono a imporre il proprio standard immateriale acquisiscono rendite di posizione pressoché inattaccabili, esacerbando le disuguaglianze strutturali tra gli attori economici.

La terza peculiarità risiede negli *Spillovers* (ricadute esterne o esternalità). Gli investimenti in conoscenza e innovazione generano inevitabilmente esternalità positive di cui possono beneficiare soggetti terzi o persino imprese concorrenti, senza che l'entità che ha sostenuto il costo iniziale possa appropriarsi integralmente del valore generato. Questo fenomeno, pur essendo essenziale per il progresso tecnologico collettivo, rende complessa l'appropriabilità del valore e pone sfide inedite al diritto della proprietà intellettuale, ai paradigmi contrattuali e alle normative *antitrust*, configurando la necessità di un nuovo equilibrio tra la tutela dell'inventore e la libera circolazione delle idee.

Infine, il quarto pilastro è costituito dalle *Synergies* (sinergie). Nell'economia contemporanea, l'innovazione tecnologica assume una marcata natura combinatoria. I diversi *asset* intangibili, se uniti e orchestrati strategicamente, generano un valore economico esponenzialmente superiore alla somma delle singole parti. Un *software* avanzato, unito a un *database* proprietario e a un marchio forte, crea un ecosistema sinergico difficilmente replicabile.

Questa metamorfosi profonda non si limita a trasformare i bilanci aziendali, ma altera la nozione stessa di mercato e di società. Si assiste al passaggio da un mercato inteso esclusivamente come luogo di scambio transazionale di prodotti materiali e puntuali, tipico della società industriale di massa, a un *mercato di relazioni*, dominato da beni relazionali e governato da architetture reticolari [5]. In questo mutato

[5] Rinvio ancora una volta a J. Rifkin, *L'era dell'accesso*, cit., 50 ss.

contesto, emerge con forza l'urgenza di sviluppare un'adeguata "calcolabilità giuridica" [6], intesa come quell'infrastruttura istituzionale, formale e informale, necessaria per governare il ruolo del diritto, degli standard e delle istituzioni nell'era degli intangibili.

2. *L'ontologia della misurazione e il paradosso dell'inestimabile*

Le trasformazioni strutturali dei mercati globali e la dematerializzazione della produzione si riflettono direttamente e problematicamente sulle istanze di misurazione del valore delle risorse intangibili. Misurare un fenomeno economico o sociale non è mai un atto neutro, bensì una dimensione essenziale e fondante dell'incivilimento umano. Sin dall'antichità, l'esigenza insopprimibile di quantificare e misurare ha strutturato le relazioni umane e commerciali. Nel corso dei secoli, questa pulsione si è evoluta: dal carattere misterico e quasi mistico del numero di matrice pitagorica, si è passati, attraverso la rivoluzione scientifica, allo strumento galileiano di definizione, delimitazione, estensione e movimento finalizzato al controllo del mondo oggettivo [7]. Nella modernità post-industriale e iper-digitalizzata in cui operiamo, il calcolo matematico ed economico si afferma come lo strumento primario di razionalizzazione e di semplificazione cognitiva del mondo circostante, confermando, nell'ottica weberiana, la spinta all'affermazione del dominio dell'uomo sulla natura.

Tuttavia, il tentativo ostinato di estendere questa razionalizzazione quantitativa, tipica del mondo fisico, all'universo dei valori immateriali genera una tensione epistemologica irrisolta. A tal proposito, la bibliografia in materia richiama puntualmente le riflessioni di Alain Burlaud, sviluppate nel saggio *Comptabilités. L'empire des nombres* [8]. L'autore evidenzia come la contabilità e la metrologia non siano semplici tecniche aride e neutrali di registrazione dei fatti economici, ma esercitino una potente "performatività" che mette gli attori sociali e le imprese sotto tensione. I numeri impongono un'autorità invisibile, un impero della misurazione che necessita di un profondo substrato di fiducia per essere percepito come legittimo da coloro che vi sono assoggettati. In questo contesto concettuale riecheggia la celebre massima tratta da *Il Ritratto di Dorian Gray* di Oscar Wilde, citata da Burlaud: "Oggi, la gente conosce il prezzo di ogni cosa e non conosce il valore di alcunché". Questa citazione letteraria connota in modo magistrale la problematicità e l'ambiguità dei concetti di valore e di misurazione nell'economia contemporanea: la

[6] In argomento si veda A. Carleo (a cura di), *Calcolabilità giuridica*, Il Mulino, 2017.

[7] Su questi aspetti molto stimolanti sono le riflessioni di E. Severino, *La filosofia moderna*, Rizzoli, 1984, 21 ss.

[8] A. Burlaud, *Comptabilités. L'empire des nombres*, Ed. EMS, 2022.

"misurazione" semplifica, oggettivizza e quantifica in termini monetari, mentre il "valore" rinvia inesorabilmente a un giudizio intrinsecamente soggettivo, intriso di eticità, di storicità e di incommensurabilità.

L'antropologo e filosofo francese Marcel Hénaff, nei suoi interessanti studi sulla natura dello scambio e dell'inestimabile, evidenzia come tutti i progressi nelle scienze moderne siano fondamentalmente progressi nelle tecniche di misurazione, le quali rendono sempre più possibile un pervasivo processo di "formattazione" anche dei beni immateriali. Secondo l'analisi di Hénaff, non esiste circolazione di beni o mercato possibile senza una previa formattazione. Le competenze, i servizi alla persona, i saperi accademici e le relazioni di fiducia, affinché possano essere negoziati e adeguatamente remunerati, devono subire un processo di delimitazione concettuale e giuridica che li trasformi in "merce" o in prodotti mercantili. Hénaff traccia una suggestiva continuità storica, ricordando come i beni immateriali non siano affatto un'esclusiva invenzione della contemporaneità. Già nell'antichità, ad esempio con l'emergere della figura dei sofisti nella Grecia classica, si assisteva a un caso paradigmatico di trasformazione del sapere e della retorica (fino ad allora tramandati come saggezza aristocratica o ascesi gratuita) in una prestazione specialistica mirata, misurabile e oggetto di uno specifico accordo contrattuale [9].

Nonostante questo continuo e progressivo sforzo di mercificazione e formattazione, la dottrina antropologica ed economica concorda sul fatto che permangano elementi che resistono ontologicamente a qualsiasi quantificazione numerica. Esistono aspetti in ogni attività umana e intellettuale che rimangono strutturalmente "inestimabili". Sono quegli elementi intangibili come il carisma personale, il talento innato, l'empatia, l'impegno morale nel lavoro e la capacità di visione di un *leader* aziendale: quel "qualcosa in più" che sfugge a ogni griglia di misurazione aziendalistica e, dunque, a ogni definitiva mercatizzazione. Questo progressivo tentativo del mercato di valutare, formattare e scambiare risorse immateriali – che in epoche storiche precedenti venivano fornite dai gruppi sociali a titolo gratuito come strumento di coesione, solidarietà e parte integrante della vita comunitaria – contribuisce oggi, secondo la nota e drammatica visione di Karl Polanyi, alla rottura radicale e irreversibile delle tradizionali e immemorabili forme di rapporti umani necessari alla vita associata [10]. L'economia della conoscenza si scontra dunque, a livello sistemico e filosofico, con il limite dell'incommensurabilità di molteplici componenti del capitale umano e relazionale.

---

[9] M. Henaff, *L'intangibile e l'inestimabile*, in *Scuola e formazione*, n. 5 e n. 6 del 2018, 32 ss. e 16 ss., anche sul sito *cislscuola.it*.

[10] K. Polanyi, *La grande trasformazione*, Einaudi, 1974 (l'originale *The Great Transformation*, Beacon Press, 1944).

3. *Il paradigma aziendalistico: lo slittamento strutturale dal reddito al valore*

Traslando l'analisi dal piano filosofico-antropologico a quello strettamente operativo delle discipline aziendalistiche, la problematica della misurazione del valore degli intangibili ha imposto una revisione profonda, quasi paradigmatica, delle categorie analitiche, strategiche e contabili utilizzate dalle imprese. Un primo rilievo metodologico fondamentale risiede nel fatto che la misurazione degli intangibili, e ancor prima la loro stessa identificazione teorica, è fortemente condizionata dalle finalità per cui tale rilevazione è compiuta, nonché dal contesto storico e istituzionale in cui si colloca. I criteri macroeconomici adottati dalle istituzioni statistiche internazionali (volti, ad esempio, a quantificare il contributo aggregato degli investimenti in ricerca e innovazione alla formazione del PIL di un intero Paese) differiscono radicalmente e strutturalmente dai criteri microeconomici e aziendalistici, i quali sono teleologicamente orientati alla determinazione prudenziale del reddito di esercizio e alla salvaguardia del capitale di funzionamento di una singola entità d'impresa a tutela dei creditori sociali.

Come argomentato in dottrina aziendalistica da Pier Maria Ferrando nel contributo *Il valore e le diverse accezioni del termine "Economia Aziendale"* [11], l'approccio tradizionale della disciplina considerava il valore dei beni strumentali e delle imprese come un dato tendenzialmente esogeno, determinato in condizioni normali dai fisiologici automatismi del libero mercato e del sistema dei prezzi. Nel contesto storico della produzione standardizzata di matrice fordista, i fattori critici di successo per un'azienda erano riconducibili prevalentemente alla massimizzazione dell'efficienza produttiva, al contenimento dei costi industriali e alla competizione sul prezzo, e la redditività del capitale investito tendeva ad allinearsi rapidamente a standard medi di settore per effetto della libera concorrenza. In tale scenario, che potremmo definire di "semplicità" cognitiva e operativa, il valore economico dell'impresa (W) coincideva tendenzialmente con il valore di sostituzione dei beni materiali in cui il capitale aziendale era investito, calcolato al netto della posizione debitoria (sostanzialmente, W=K).

Con l'affermarsi inesorabile dell'economia post-industriale e l'incremento esponenziale della complessità ambientale, le imprese hanno subìto una metamorfosi organizzativa profonda, riconfigurandosi non più come mere unità di trasformazione fisico-tecnica, bensì come *sistemi cognitivi complessi* e soggetti progettuali orientati all'innovazione continua. Le risorse aziendali, e primariamente quelle di natura immateriale e relazionale, sono divenute le determinanti esclusive del vantaggio competitivo duraturo. Tali risorse si qualificano per l'unicità, la non imitabilità e l'appropriatezza dei differenziali di informazioni e conoscenze

[11] In *Impresa Progetto*, *Rivista on line del DITEA*, n. 1, 2004, 1 ss.

sistemiche in esse incorporati, concetti cardine ampiamente esplorati dai filoni strategici internazionali della *Resource Based View* (elaborata da autori quali Wernerfelt e Barney) e della *Competence Based View* [12]. Ne consegue che l'economicità della gestione d'impresa non dipende più esclusivamente dalla ricerca dell'efficienza, ma sempre più dalla capacità di efficacia strategica nell'intercettare l'evoluzione di bisogni latenti.

Questo dirompente cambiamento strutturale ha determinato, nel pensiero aziendale, quello che viene descritto come uno "slittamento" del paradigma scientifico consolidato: il concetto di "valore" ha progressivamente affiancato e sostituito il concetto di "reddito" storico quale variabile esplicativa fondamentale della *performance* e della vitalità dell'impresa. Il valore dell'impresa diviene esplicitamente funzione del livello e della qualità della *redditività prospettica e sostenibile nel tempo* (W=*f*(R)). L'obiettivo primario della gestione direzionale si sposta verso l'imperativo della "creazione del valore", che si realizza concretamente solo quando il rendimento del capitale proprio (ROE) supera il costo del capitale di rischio atteso dagli investitori (*Ce*), generando un valore economico del capitale superiore all'ammontare del capitale netto contabile. In questo dibattito teorico, la dottrina si è peraltro divisa tra la scuola americana, focalizzata sulla pura dinamica dei flussi di cassa [13], e una "via europea" [14], maggiormente attenta a una nozione di valore ancorata a una redditività normale, eticamente sostenibile e consolidata nel lungo periodo.

Tale evoluzione ha reso evidente la progressiva inadeguatezza segnaletica e i gravi limiti informativi dei tradizionali sistemi contabili basati sul bilancio civilistico. I valori contabili tradizionali, rigidamente ancorati al criterio del costo storico e subordinati al dogma del principio della prudenza, si limitano a misurare e cristallizzare i risultati economici e finanziari del passato. Essi non sono epistemologicamente

---

[12] Cfr. B. Wernerfelt, *A Resource-Based View of the Firm*, in *Strategic Management Journal*, vol. 5, No. 2. (Apr. – Jun., 1984), 171 ss., secondo cui il vantaggio competitivo e il successo a lungo termine di un'azienda derivano dalle sue *risorse interne* e dalle sue capacità, piuttosto che dal mero posizionamento sul mercato; J. Barney, *Firm Resources and Sustained Competitive Advantage*, in *Journal of Management*, 1991, vol. 17, No. 1, 99 ss. La *Competence-Based View* (CBV) è una teoria di strategia aziendale nata come evoluzione della *Resource Based View* (RBV) e afferma che il vantaggio competitivo di un'impresa e le sue *performance* superiori non derivano dal posizionamento sul mercato, ma dall'insieme unico delle sue *competenze distintive* e delle sue *risorse interne*: J. Freiling, *A Competence-based Theory of the Firm*, in *Management Revue*, vol. 15, No. 1, 2004, 27 ss.

[13] E v. le teorizzazioni di A. Rappaport, *Creating Shareholder Value*[2], Free Press, 1998; T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*[1], John Wiley & Sons, 1990 (trad. it. *Il Valore dell'impresa. Strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore Libri, 1991); vi è anche una seconda edizione del 1996. Per una lettura critica v. M. Pellicelli, *Value based management. Approccio manageriale al tramonto*, 2003, consultato in *riviste.paviauniversitypress.it*.

[14] In Italia v. L. Guatri, *La teoria di creazione del valore: una via europea*, Egea, 1991; L. Guatri, M. Massari, *La diffusione del valore*, Egea, 1992.

attrezzati per cogliere o rappresentare le proiezioni strategiche future, i profili di rischio emergenti e, soprattutto, il massiccio potenziale di creazione di ricchezza latente incapsulato nelle risorse immateriali, comunemente classificate nei *framework* di *Intellectual Capital* in capitale umano, organizzativo e relazionale/clientelare [15]. Da questa presa di coscienza nasce l'urgenza di riconfigurare il tradizionale controllo direzionale in un compiuto "controllo strategico". I *management* aziendali hanno dovuto adottare metriche innovative, capaci di apprezzare l'effettiva creazione di ricchezza nell'esercizio [16] e implementare cruscotti direzionali multidimensionali per il monitoraggio preventivo delle determinanti qualitative del vantaggio competitivo [17].

4. *I* framework *contabili a confronto: le direttrici di OIC 24 e IAS 38*

La tensione tra la pressante necessità dei mercati finanziari di comprendere le prospettive di creazione di valore attraverso un'adeguata rappresentazione degli intangibili, da un lato, e l'imperativo giuridico di tutelare l'integrità del patrimonio netto a garanzia dei creditori sociali e degli *stakeholder*, dall'altro lato, trova il suo punto di caduta nevralgico nelle regole della contabilità e della redazione dei bilanci. Nelle scienze ragionieristiche ed economico-aziendali applicate, la misurazione delle risorse immateriali è stata tradizionalmente, e rimane in larga parte, vincolata a condizioni di estrema rigidità e prudenza.

L'identificazione (*recognition*) e la successiva valutazione (*measurement*) degli intangibili pongono in luce significative e perduranti divergenze tra i Principi Contabili Nazionali (emanati dall'Organismo Italiano di Contabilità – OIC) e i Principi Contabili Internazionali (IAS/IFRS, emanati dallo IASB), sebbene si sia assistito a un parziale e progressivo avvicinamento concettuale innescato dal formale recepimento nell'ordinamento nazionale della Direttiva Contabile 2013/34/UE, attuato tramite il d.lgs. n. 139/2015. Paradossalmente, e contrariamente a un'opinione diffusa tra i non addetti ai lavori, il sistema internazionale codificato dallo IAS 38 risulta sotto innumerevoli aspetti tecnici molto più rigido e restrittivo rispetto all'impostazione nazionale (fissata dall'OIC 24 e dalle norme del Codice civile) per quanto concerne le condizioni iniziali di iscrivibilità delle poste immateriali [18].

---

[15] L. Edvinsson, M. S. Malone, *Intellectual Capital: Realizing Your Company's True Value by Finding Its Hidden Brainpower*, Harper Business, 1997.

[16] G. B. Stewart, *The Quest for Value*, HarperCollins, 1991, che ha sviluppato l'EVA-*Economic Value Added.*

[17] Si pensi alla fortuna globale della *balanced scorecard* elaborata da Kaplan e Norton: v. R.S. Kaplan, D.P. Norton, *The Balanced Scorecard*: *Translating Strategy into Action*, Harvard Business School Press, 1996.

[18] Sul tema v. gli Atti del Convegno tenutosi all'Università di Lecce il 23 giugno 1999 Aa.Vv.,

Nel sistema delineato dal Codice civile italiano (specificamente all'art. 2424, rubricato per l'Attivo alla voce B.I) e dettagliatamente declinato dal principio contabile OIC 24, le immobilizzazioni immateriali sono strutturate in tre grandi macrocategorie principali, a cui si somma una voce residuale: gli oneri pluriennali, i beni immateriali in senso stretto (es. brevetti e marchi), l'avviamento e la categoria residuale delle "altre" immobilizzazioni immateriali, cui si aggiungono le immobilizzazioni in corso e gli acconti. Gli oneri pluriennali, che includono tipicamente i costi di impianto e ampliamento e i costi per lo sviluppo di nuovi prodotti o processi, non costituiscono beni separabili, ma rappresentano costi che manifestano la loro presunta utilità economica lungo un arco temporale di più esercizi. Essi possono essere legittimamente capitalizzati all'attivo dello stato patrimoniale, ma solo previo espresso consenso del collegio sindacale (laddove esistente) e a condizione che sia comprovabile un'oggettiva prospettiva di recuperabilità economica tramite i flussi di cassa futuri.

In aperto contrasto con questa impostazione, il principio internazionale IAS 38 impone un approccio dogmatico di rigida "formattazione" contabile, volto essenzialmente a isolare in modo netto lo specifico *asset* intangibile dalla generica capacità produttiva dell'impresa. Per poter essere iscritto in un bilancio redatto secondo gli IFRS, un bene immateriale deve soddisfare cumulativamente tre criteri: (i) deve essere individualmente identificabile (ossia deve poter essere tecnicamente separato, scorporato o venduto dall'impresa, oppure deve derivare da inoppugnabili diritti contrattuali o legali); (ii) l'entità deve esercitare un controllo esclusivo sui futuri benefici economici attesi dalla risorsa; e infine (iii) il costo dell'*asset* deve poter essere misurato in maniera estremamente attendibile. Sulla base di questi severi precetti, lo IAS 38 sancisce il divieto assoluto e inderogabile di capitalizzare patrimonialmente marchi, testate giornalistiche, liste clienti e, soprattutto, l'avviamento generati internamente all'azienda nel corso della sua storia operativa (i cosiddetti *internally generated intangibles*). La *ratio* di tale divieto risiede nell'impossibilità pratica e concettuale di distinguere oggettivamente i costi sostenuti per sviluppare tali *asset* specifici dai costi di natura corrente sostenuti per il mantenimento e lo sviluppo del *business* nel suo complesso.

Altrettanto rigorosa è la cesura che lo standard internazionale stabilisce nell'ambito della creazione interna di nuovi prodotti. Viene tracciata una linea di demarcazione invalicabile tra la fase di ricerca (i cui costi, per la loro intrinseca natura aleatoria, devono essere integralmente spesati a conto economico nell'esercizio di sostenimento) e la successiva fase di sviluppo (i cui costi divengono capitalizzabili

Le immobilizzazioni immateriali, Cacucci, 2000, ove anche un mio contributo (S. Fortunato, *Le immobilizzazioni immateriali fra disciplina legale e principi contabili*, 35 ss.), oltre agli scritti di Di Cagno, Coda, Potito, Caratozzolo, Onesti e Adamo, nonché varie comunicazioni di altri studiosi. Più di recente G.M. Ciampaglia, *Le immobilizzazioni immateriali nello Ias 38, nell'Oic 24 e nei controlli della Corte dei conti ex legge n. 259/1958*, in *Riv. Corte Conti*, I, 2021, 91 ss.; A. Tonelli, *Attività immateriali e sostenibilità*, Giappichelli, 2025.

solo in presenza di sei rigorosi e cumulativi requisiti di fattibilità tecnica, intenzione al completamento e disponibilità di adeguate risorse finanziarie).

Sul delicato fronte della valutazione successiva all'iscrizione iniziale, l'architettura contabile si biforca ulteriormente. Mentre l'OIC 24 mantiene saldamente e coerentemente il tradizionale criterio del costo storico, progressivamente decurtato dai sistematici e obbligatori ammortamenti e rettificato dalle eventuali svalutazioni per perdite durevoli di valore, lo IAS 38 introduce un dualismo fondamentale basato sulla determinazione della vita utile dell'*asset* intangibile.

L'apertura concettuale dello IAS 38 alla valutazione successiva a *fair value* rappresenta, sotto il profilo teorico, una discontinuità epistemologica rilevantissima rispetto alla tradizione europea, orientando l'informativa in favore delle esigenze prospettiche degli investitori finanziari. Tuttavia, questo varco valutativo è sottoposto a vincoli procedurali e definitori draconiani, riaffermando un paradossale ritorno al principio di prudenza: la rivalutazione periodica a *fair value* è legittimamente applicabile esclusivamente qualora esista un "mercato attivo" di riferimento per lo specifico bene immateriale da stimare. Nella prassi operativa aziendale, tale condizione si verifica in casi statisticamente marginali (come per le quote di produzione o le licenze standardizzate), stante la natura intrinsecamente unica, non omogenea e non fungibile della stragrande maggioranza dei brevetti, dei *software* o dei *brand* che compongono il patrimonio aziendale. In ogni caso, il limite oggettivo e assoluto alla misurazione aziendalistica di qualsivoglia risorsa immateriale, in entrambi i *framework* contabili, resta incardinato nel principio della "recuperabilità": nessun costo o *fair value* iscritto a bilancio può eccedere i prevedibili flussi di cassa o benefici economici netti che l'azienda stima di poter realisticamente estrarre dallo sfruttamento o dalla futura dismissione dell'*asset*, concetto declinato attraverso le complesse e spesso controverse procedure dell'*impairment test* (disciplinato dall'OIC 9 e dallo IAS 36).

5. *Il prisma della giurisprudenza: il contenzioso tributario e la stima dell'inestimabile*

Le tensioni definitorie e l'incertezza valutativa che connotano in modo endemico la rilevazione dei beni immateriali non restano confinate nelle disquisizioni teoriche della ragioneria, ma si riverberano quotidianamente nelle aule dei tribunali e nel contenzioso tributario. L'Agenzia delle Entrate, nell'esercizio della sua funzione di accertamento, contesta con estrema e crescente frequenza i valori economici ascritti ai bilanci in corrispondenza delle immobilizzazioni immateriali (segnalatamente in merito a marchi, brevetti, avviamento, *software* e diritti di concessione). Le contestazioni erariali si sostanziano tipicamente nel disconoscimento della legittimità delle quote di ammortamento dedotte ai fini IRES e IRAP, procedendo al recupero a tassazione del maggior reddito sulla base dell'assunto perentorio che i

costi pluriennali capitalizzati dalla società siano fittiziamente gonfiati, non suffragati da perizie indipendenti adeguate, privi del requisito dell'inerenza all'attività d'impresa, o sprovvisti di una credibile e documentata capacità di generare utilità e flussi di cassa futuri.

L'analisi sistematica dell'evoluzione giurisprudenziale della Suprema Corte di Cassazione restituisce un quadro ermeneutico complesso, in cui l'astratta esigenza di "calcolabilità giuridica" e di certezza del diritto si scontra frontalmente con la mutevolezza e inestimabilità economica del patrimonio impalpabile delle aziende, il tutto mediato dall'interpretazione delle norme del Testo Unico delle Imposte sui Redditi (t.u.i.r.).

a. *Il nodo dell'avviamento e la centralità del capitale umano.* La determinazione quantitativa del valore dell'avviamento commerciale, in particolare in occasione di operazioni di finanza straordinaria, cessioni di rami d'azienda e conferimenti societari, costituisce uno dei terreni di più aspro e ricorrente scontro dottrinale e giurisprudenziale. L'avviamento (*goodwill*), per consolidata definizione economico-aziendale recepita dal diritto, non è un bene a sé stante dotato di autonoma materialità, ma riflette e quantifica la capacità prospettica di un complesso aziendale, organizzato sistematicamente, di generare nel tempo extra-profitti, sovra-redditi e un plusvalore incrementativo rispetto alla mera somma algebrica dei singoli beni (materiali e immateriali) che lo compongono, spesso a fronte di una posizione consolidata sul mercato e di relazioni fiduciarie con la clientela. Con una recente pronuncia, l'ordinanza n. 4318 del 2024, la Corte di Cassazione, sezione tributaria [19], ha affrontato il delicato tema della legittima stima dell'avviamento ai fini dell'individuazione della corretta base imponibile per l'imposta di registro in un caso di trasferimento d'azienda. I giudici di legittimità hanno statuito che la scelta peritale e contabile tra l'utilizzo del cosiddetto "metodo patrimoniale semplice" (il quale considera l'azienda, in modo riduttivo, come una mera sommatoria algebrica di attività e passività contabili, postulando pertanto nei fatti la radicale inesistenza di qualsiasi avviamento latente) e l'adozione del "metodo patrimoniale complesso" (il quale, al contrario, integra attivamente il primo criterio stimando e capitalizzando fattori immateriali essenziali quali il *know-how* tecnologico, la storicità del *brand* e l'organizzazione) è una pura prerogativa di merito. Tale scelta metodologica risulta insindacabile e incensurabile in sede di legittimità dinanzi alla Suprema Corte, purché il giudice tributario di merito l'abbia suffragata con un corredo motivazionale logico, adeguato e congruo rispetto al caso di specie. Ancor più rilevante è l'implicazione sistemica e fattuale di questa specifica sentenza. Nel caso in esame, relativo a una complessa operazione di cessione di un ramo d'azienda operante nel settore altamente specializzato dei servizi informatici e di *back-office* per intermediari finanziari, i giudici supremi hanno convalidato senza riserve l'operato

[19] V. Cass. civ., sez. V, 19 febbraio 2024, n. 4318, fra gli altri siti, in *altalex.com*.

dell'Agenzia delle Entrate, la quale aveva fondato la determinazione del valore dell'avviamento quasi esclusivamente sul costo di sostituzione e formazione del personale altamente qualificato trasferito con l'azienda. La sentenza sancisce, riconoscendolo giuridicamente, un principio economico cardine dell'odierna economia della conoscenza: in determinati settori industriali e dei servizi ad alto valore aggiunto, il "capitale umano", l'*expertise* diffusa e le competenze immateriali della forza lavoro non sono mere voci di costo per salari e stipendi, ma rappresentano l'elemento determinante, il *driver* preponderante, se non addirittura l'unica matrice dell'avviamento e del valore aziendale. A consolidare ulteriormente quest'orientamento giurisprudenziale, la stessa Corte di Cassazione (come evidenziato nei commenti dottrinali alla sent. n. 4318/2024 e nei pregressi orientamenti quali Cass. n. 22506/2015) ha chiarito un ulteriore nodo critico di fondamentale importanza: l'esistenza e la valutazione di un avviamento positivo, capace di incrementare il valore di cessione di un'azienda, può perfettamente e logicamente coesistere con la presenza di conclamate perdite d'esercizio risultanti dai bilanci civilistici negli anni immediatamente precedenti o concomitanti al trasferimento. La Corte respinge fermamente l'assunto riduzionistico del contribuente, secondo cui un risultato contabile negativo azzeri o vanifichi aprioristicamente l'avviamento; le perdite possono riflettere inefficienze gestionali temporanee, investimenti massivi o oneri straordinari, senza per questo intaccare l'inestimabile valore del portafoglio clienti, del marchio o del *know-how* che l'azienda reca in dote. In questo quadro interpretativo, si affianca anche il progressivo e formale riconoscimento giurisprudenziale e fiscale (in ossequio anche ai principi contabili internazionali come l'IFRS 3 – Aggregazioni di imprese) del cosiddetto *badwill* (avviamento negativo). Tale fattispecie si concretizza in un'aspettativa oggettiva di *performance* reddituali cronicamente inferiori alla normalità di settore, traducendosi di fatto in una necessaria decurtazione del prezzo di transazione per scontare le perdite operative attese dal compratore.

b. *Oneri pluriennali, capitalizzazione e l'irrinunciabile requisito dell'inerenza.* Un secondo asse del contenzioso giurisprudenziale in materia di intangibili verte sulla legittimità civilistica e fiscale della complessa operazione di capitalizzazione dei costi pluriennali e sulla conseguente deducibilità, spalmata su più esercizi, delle relative quote di ammortamento. In questo alveo, la Corte di Cassazione, con la sent. n. 36597/2021 [20] (richiamata costantemente dalla prassi tributaria per l'accertamento su marchi, brevetti e costi di sviluppo), ha ribadito un principio inderogabile in tema di ripartizione dell'onere probatorio. In caso di formale contestazione da parte dell'amministrazione finanziaria sul valore o sulla natura delle immobilizzazioni immateriali iscritte, spetta interamente al contribuente l'onere probatorio gravoso di dimostrare documentalmente non solo l'effettivo sostenimento del costo, ma

[20] Reperibile al seguente indirizzo: *def.finanze.it*.

soprattutto la sua inoppugnabile "recuperabilità economica" e la reale fondatezza del valore originario iscritto nell'attivo patrimoniale. In termini pratici, la società accertata deve produrre evidenze analitiche (*business plan* dettagliati, flussi di cassa prospettici attualizzati, stime indipendenti) che certifichino che l'esborso sostenuto non è un costo fine a sé stesso generatore di una perdita occulta, ma un investimento che garantisce una concreta e misurabile utilità strategica protraibile per gli esercizi futuri, giustificandone il transito nello stato patrimoniale.

c. *Costi di ristrutturazione su beni di terzi*. Un sotto-filone contenzioso estremamente ricorrente e insidioso per la pratica professionale riguarda la qualificazione e il trattamento contabile e fiscale delle ingenti spese sostenute per lavori, ristrutturazioni, ammodernamenti e migliorie effettuate su beni materiali di proprietà di terzi (tipicamente, immobili commerciali condotti in locazione o concessi in comodato strumentale). Secondo il consolidato orientamento tecnico-contabile, statuito esplicitamente nel documento OIC 24, qualora tali spese incrementative si concretizzino in opere inamovibili, non separabili strutturalmente dai beni medesimi e sprovviste di un'autonoma e indipendente funzionalità economica al di fuori di quel contesto, esse non possono essere iscritte come immobilizzazioni materiali autonome. Devono, per contro, essere obbligatoriamente classificate e iscritte tra le "altre immobilizzazioni immateriali" (sezione B.I.7 dello Stato Patrimoniale) e il loro costo storico deve essere sistematicamente ammortizzato lungo il periodo minore tra l'utilità economica futura residua stimata e la durata contrattuale del titolo di godimento in essere.

La Corte di Cassazione, chiamata in molte occasioni a dirimere contenziosi su questa specifica materia, ha ripetutamente avallato questo perimetro definitorio e le sue conseguenze fiscali. Con pronunce fondamentali, quali la sent. n. 6200/2015 e la più recente ordinanza n. 27813/2022 [21], la Corte ha statuito che, ai fini dell'insorgenza e del riconoscimento del diritto al rimborso dell'IVA assolta per l'acquisto di tali beni e servizi strumentali, risulta del tutto irrilevante l'inamovibilità del bene finale realizzato o il fatto formale che le opere edilizie insistano su terreni o immobili di proprietà di soggetti terzi. Il fattore cardine e decisivo per tutelare il principio eurounitario e costituzionale di neutralità strutturale dell'imposta sul valore aggiunto è esclusivamente la dimostrata inerenza della spesa sostenuta: le opere realizzate, per quanto civilisticamente costituiscano un mero onere immateriale e non un bene proprio, devono essere inequivocabilmente preordinate, strumentali e destinate all'esercizio dell'effettiva attività d'impresa generatrice di ricavi imponibili.

Spostando il *focus* dalle imposte indirette (IVA) alle imposte dirette (IRES/IRAP), e a dimostrazione dell'attualità di questi temi, la Cassazione, con la pronuncia n. 5768

[21] Cass. civ., sez. V, 27 febbraio 2015, n. 6200 in *altalex.com*; Cass., V, ord. 22.09.2022, n. 27813 in *def.finanze.it*.

depositata nell'anno 2026, ha riaffermato la prevalenza della logica civilistica sull'applicazione estensiva e distorta delle norme tributarie. La Corte ha inequivocabilmente ribadito che l'ammortamento fiscale di queste massicce spese incrementative, contabilizzate tra le immobilizzazioni immateriali, deve flettersi e conformarsi al rigido parametro dell'art. 2426 c.c. e del principio OIC 24. La deducibilità della quota non è libera, ma deve essere proporzionalmente parametrata al periodo effettivo di prevedibile utilità futura e di sfruttamento economico del bene complesso, il quale coincide fisiologicamente, e salvo casi eccezionali rigorosamente provati, con la durata legale e contrattuale residua della locazione o della concessione originaria, rigettando le interpretazioni speculative del fisco o dei contribuenti volte ad applicare regimi temporali di ammortamento accelerato o compresso privi di logica e di solido fondamento tecnico-contabile.

6. *La nuova frontiera normativa: rendicontazione di sostenibilità e istituzionalizzazione degli intangibili*

Se da un lato l'ipertrofica regolamentazione contabile di stampo classico e le rigorose pronunce della giurisprudenza tributaria faticano enormemente, per vincoli normativi ed epistemologici, a racchiudere la magmatica portata del capitale intangibile entro i rigidi steccati dogmatici della misurabilità finanziaria e della quantificazione di bilancio, dall'altro lato un nuovo e formidabile orizzonte normativo sta con forza emergendo a livello europeo per colmare, in modo olistico, questo preoccupante "gap" informativo. Come evidenziato dalla dottrina di settore e dall'analisi di bilancio, i documenti finanziari tradizionali (Stato Patrimoniale e Conto Economico) scontano oggigiorno una crescente, strutturale e cronica disconnessione tra gli asettici valori di libro (*book values*) e l'effettiva capitalizzazione di mercato delle imprese quotate. Questa forbice, talvolta abissale, esprime con esattezza matematica il valore inestimabile e sommerso di brevetti strategici, dell'eccellenza delle risorse umane, del capitale reputazionale e delle fitte reti di relazioni istituzionali e commerciali che lo IAS 38 vieta recisamente di contabilizzare.

Per rispondere organicamente a questa inadeguatezza informativa che rischia di fuorviare i mercati globali e l'allocazione dei capitali, le istituzioni dell'Unione europea hanno intrapreso, nell'ultimo decennio, un ambizioso percorso normativo, passando dalla pionieristica ma limitata *Non-Financial Reporting Directive* (NFRD, trasposta in Italia con il d.lgs. n. 254/2016) alla molto più pervasiva e stringente *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) [22]. Questa nuova direttiva, che rappresenta lo stato dell'arte in materia, è stata faticosamente recepita

[22] Mi permetto di rinviare a S. Fortunato, *Rendicontazione di sostenibilità e "imprese culturali e creative"*, in questa *Rivista*, I, 2026, 1 ss. ove anche ulteriori riferimenti.

nell'ordinamento nazionale italiano attraverso il d.lgs. 6 settembre 2024, n. 125. L'architettura e l'impianto della normativa CSRD (e del relativo d.lgs. n. 125/2024 attuativo) operano una vera e propria rivoluzione copernicana e strutturale nel mondo aziendale: essa non si limita a imporre un progressivo e capillare allargamento della platea di imprese assoggettate agli obblighi informativi (dalle grandi entità di interesse pubblico fino alle medie imprese), ma introduce il vincolo imprescindibile dell'obbligo di *assurance* (certificazione rigorosa e formale) da parte di un soggetto indipendente e altamente specializzato, il neonato "revisore della sostenibilità". Ancora più dirompente, sotto il profilo della *governance* e della comunicazione istituzionale, è l'abbandono definitivo del documento separato (la vecchia Dichiarazione Non Finanziaria autonoma), esigendo perentoriamente che l'intera architettura della rendicontazione ESG (*Environmental, Social, Governance*) sia fisicamente e concettualmente integrata all'interno della tradizionale *Relazione sulla gestione* del bilancio d'esercizio, ponendola sullo stesso piano di rilevanza giuridica delle informazioni puramente finanziarie e assoggettandola alla piena responsabilità civile e penale degli amministratori della società.

Il cuore metodologico di questa rivoluzionaria e complessa regolamentazione europea è incarnato dal principio tecnico della *doppia materialità* (*double materiality*). Con questo paradigma, i *board* aziendali sono chiamati a mappare, misurare e rendicontare simultaneamente su due fronti analitici distinti e interconnessi: da un lato, la *materialità finanziaria* (ossia la prospettiva *outside-in*, che indaga come il mutamento dei fattori ambientali, sociali e di *governance* incida direttamente o indirettamente sui rischi, sulle passività potenziali, sulle opportunità commerciali e, conseguentemente, sulle *performance* e sullo sviluppo futuro dell'azienda); dall'altro lato, la *materialità d'impatto* (ossia la prospettiva inversa *inside-out*, volta a rendicontare con metriche severe le esternalità e gli impatti, siano essi positivi o negativi, generati dalle attività operative aziendali sul delicato ecosistema ambientale circostante, sul tessuto sociale, sulle comunità locali e sul rispetto irrinunciabile dei diritti umani lungo l'intera catena del valore e della fornitura globale).

All'interno di questo nuovo ecosistema informativo, il ruolo e il peso specifico degli intangibili assumono un rilievo a dir poco centrale. L'EFRAG (*European Financial Reporting Advisory Group*), organo tecnico europeo espressamente e politicamente incaricato dalla Commissione Europea di ideare e sviluppare il *corpus* degli *European Sustainability Reporting Standards* (ESRS), ha tempestivamente compreso questa emergenza definitoria, dedicando un pilastro strategico e uno specifico e dettagliato capitolo, denominato "Building Block 6" del *Final Report della Project Task Force*, al riconoscimento dell'importanza cardinale degli intangibili nel *reporting* di sostenibilità.

Il citato documento preparatorio e fondativo della *Project Task Force* (PTF) dell'EFRAG ha preso atto, con grande onestà intellettuale, dell'impossibilità e del-

l'imprudenza di modificare strutturalmente i radicati e consolidati concetti secolari del *financial reporting* tradizionale (indissolubilmente legati al principio di prudenza asimmetrica, all'affidabilità della stima del costo e al requisito giuridico essenziale del controllo esclusivo e proprietario della risorsa, requisiti che, come visto analizzando lo IAS 38, precludono alla radice l'iscrizione e la patrimonializzazione in stato patrimoniale della quasi totalità degli *asset* intangibili internamente generati, per non minare la solidità del sistema). Pertanto, l'EFRAG stabilisce che l'unica soluzione sistemica praticabile, moderna e affidabile risiede nell'implementazione di un *reporting* di sostenibilità rigoroso, che viene definitivamente eletto come il veicolo e il contenitore d'elezione per divulgare ai mercati metriche quantitative, KPI specifici (*Key Performance Indicators*) e approfondite narrazioni qualitative sul massiccio potenziale inespresso. Nei propri *Framework* concettuali di riferimento, l'EFRAG traccia una tassonomia estremamente analitica, classificando il perimetro del capitale intangibile non iscritto a bilancio in tre macro-categorie fondamentali e interdipendenti, le quali si interfacciano e si innestano nelle sezioni *Social* e *Governance* (la "S" e la "G" dell'acronimo ESG):

1. *Human Capital* (Capitale Umano): questa dimensione vitale e strategica misura il contributo intellettuale, individuale e collettivo, del personale dipendente alle *performance* aziendali complessive. Esso deriva dall'accumulo storico e stratificato di conoscenze tecniche tacite ed esplicite, abilità professionali uniche, anni di esperienza sul campo, doti di *leadership* carismatica e capacità di resilienza psicologica dei dipendenti in contesti turbolenti. La complessa misurazione di questo intangibile all'interno del *report* di sostenibilità impone alla funzione Risorse Umane l'adozione e la pubblicazione di indicatori granulari e verificabili, legati indissolubilmente alle ore di formazione erogate, alle concrete dinamiche di progressione e sviluppo delle carriere, all'applicazione stringente dei principi di diversità, imparzialità e pari opportunità nei processi decisionali e di reclutamento, ai tassi storici di *turnover*, alla riduzione drastica dell'assenteismo, nonché alle politiche attive di *welfare* aziendale organizzativo e alla tutela della salute e della sicurezza fisica e mentale dei lavoratori lungo tutto l'arco temporale del percorso di vita professionale;
2. *Organisational and Intellectual Capital* (Capitale Organizzativo e Intellettuale): questa sfera immateriale riflette profondamente l'essenza stessa, la filosofia gestionale e il sistema valoriale dell'organizzazione economica. Essa raggruppa ed esplica la capacità sistemica e diffusa di innovazione continua dei processi, la solidità, l'efficienza e la qualità intrinseca delle procedure del *management* interno, l'architettura dei sistemi informativi proprietari in ambito di *cybersecurity* e gestione dei *Big Data*, nonché il vastissimo ambito della tutela legale ed economica dei diritti di proprietà intellettuale non iscrivibili (quali modelli operativi, segreti industriali, *copyrights* non transati, e un ventaglio di pratiche aziendali di eccellenza);

3. *Relational and Social Capital* (Capitale Relazionale e Sociale): questa categoria espansiva si fonda sull'articolata mappatura delle interazioni esterne, del dialogo (*stakeholder engagement*) e delle intricate reti fiduciarie che si instaurano tra la *governance* dell'azienda e il vasto ecosistema sociopolitico ed economico circostante. Questa dimensione, difficilmente quantificabile nel bilancio civilistico, ingloba le relazioni contrattuali ed extra-contrattuali a lungo termine con i fornitori strategici (*supply chain* e catena del valore), il grado di fidelizzazione e il *customer care* verso i clienti finali, le sinergie operative e politiche con gli azionisti, gli enti regolatori, i partner tecnologici e i decisori e prescrittori territoriali. È proprio da questo delicato e vitale capitale relazionale invisibile che germoglia la fedeltà storica e la fiducia incrollabile nel *brand* (*brand equity*), il grado di accettazione sociale dell'impresa nelle comunità in cui opera e, in ultima analisi, l'inestimabile valore intangibile della reputazione commerciale.

L'introduzione organica e cogente di tali indicatori qualitativi e quantitativi di natura intangibile (affiancata da precisi *Key Performance Indicators* elaborati nell'ambito degli standard ESRS settoriali o generali) arricchisce in modo strutturale e permanente la prospettiva tradizionale del *reporting* ESG, colmando storiche lacune analitiche. La *Disclosure* di sostenibilità, superando il mero dato di bilancio chiuso, garantisce finalmente agli investitori istituzionali, ai fondi di investimento speculativi, agli analisti finanziari e alla totalità dei portatori di interesse diffusi (*stakeholder*) la possibilità reale di formulare previsioni e sviluppare modelli di valutazione economica basati su una visione prospettica e olistica, letteralmente a 360 gradi, del potenziale competitivo e dei rischi latenti.

In questo paradigma, le risorse intangibili, in quanto entità fluide e altamente dinamiche, sono riconosciute come agenti propulsori di un moto incessante di creazione di valore: esse generano quotidianamente profonde "internalità" organizzative, che a loro volta, secondo traiettorie causali complesse, possono irradiare la comunità e tradursi sia in gigantesche esternalità positive condivise, sia in perniciose e distruttive esternalità negative a carico della società civile. Si consideri un esempio chiarificatore: un investimento cospicuo, mirato e costante nel benessere organizzativo e nell'aggiornamento permanente e qualificante delle competenze distintive del personale dipendente (un puro impatto sociale positivo della "S" di ESG, rendicontato nel CSRD) genera un aumento esponenziale della fedeltà e dell'attaccamento alla missione aziendale (*loyalty*); questo fenomeno interno abbatte in modo rilevante e quantificabile l'indice di assenteismo per malattia o demotivazione e riduce i costi diretti e indiretti imputabili al *turnover* del personale e all'oneroso reclutamento di nuove risorse sostitutive. In tal modo, il rafforzamento consolidato delle risorse e delle competenze umane immateriali produce un beneficio misurabile e tracciabile, creando una connessione ferrea, sia diretta che indiretta, sia nel breve che nel lungo termine, tra la gestione illuminata dei fattori intangibili

di sostenibilità e i solidi risultati economico-finanziari registrati dall'ente alla fine dell'esercizio.

Alla luce di questa evoluzione del quadro normativo, l'apparato derivante in Italia dal d.lgs. n. 125/2024 (e in Europa dalla pregressa direttiva CSRD) non si configura semplicemente come un ulteriore o gravoso onere amministrativo, ma ha il merito storico e giuridico di aver formalmente elevato la gestione degli intangibili e del capitale immateriale da problematica residuale, oscura e puramente relegata alla tecnica contabile (finora appannaggio esclusivo di ragionieri e uffici amministrativi, tesi a eludere il rigore di IAS 38 o OIC 24), a vero e proprio parametro primario e strategico della *governance* d'impresa. Esso incide oramai sul calcolo del merito creditizio presso le istituzioni finanziarie e pone inedite, specifiche e severe responsabilità civili a carico dei membri dei consigli di amministrazione e dei collegi sindacali nella declinazione attenta e lungimirante del modello strategico.

7. *Conclusioni*

Misurare il valore economico intrinseco nell'economia della conoscenza e dell'intangibile rappresenta, in ultima istanza e in una prospettiva di vasta portata storica, il tentativo audace, faticoso e inesauribile del diritto commerciale, dell'economia aziendale manageriale e dei sofisticati sistemi contabili moderni di fornire un perimetro logico e razionale a elementi che per loro stessa natura si presentano come fluidi, espansivi, sfuggenti e, nel senso più nobile e antropologico del termine analizzato da Hénaff e Burlaud, ostinatamente incommensurabili e inestimabili. La prepotente e disorganica ascesa dei modelli economici *capital-less*, descritti e teorizzati da Haskel e Westlake attraverso il paradigma delle quattro S, ha segnalato la crisi irreversibile, sia pratica che teorica, dell'infrastruttura materiale, industriale e fordista tradizionale. Ha inoltre evidenziato tutte le opacità del sistema e imposto a istituzioni, legislatori e operatori di mercato un urgente riassetto globale e cognitivo dei sistemi di calcolo del valore e delle metriche di *performance*.

Dal versante prettamente manageriale e della dottrina aziendalistica si è assistito nel corso degli ultimi decenni a un progressivo slittamento semantico, concettuale e metodologico mediante l'archiviazione del concetto di "reddito storico" contabilizzato *a posteriori* in bilancio e l'adozione della ben più complessa e prospettica metrica di "valore economico", incardinata sulla capacità proattiva dell'impresa di alimentare strategie, mantenere e consolidare asimmetrie informative positive, accrescere il proprio capitale relazionale e rinnovare senza sosta vantaggi competitivi fondati sulla specializzazione intangibile.

Sul fronte delle regole redazionali normative e contabili poste a tutela dei mercati e della fede pubblica, sia i rigorosi standard internazionali statuiti dallo IASB

con lo IAS 38, sia le regole codicistiche domestiche precisate dall'Organismo Italiano di Contabilità con l'OIC 24, pur partendo da presupposti filosofici e applicativi parzialmente difformi (uno più orientato al primato dei mercati finanziari, l'altro alla tutela storica del creditore), mantengono un solido, talvolta anacronistico, presidio di estrema prudenza conservativa. Essi continuano scientemente a limitare o interdire del tutto l'iscrivibilità attiva a bilancio di masse ingenti di *asset* intellettuali, avviamenti autogenerati e beni immateriali interni, con l'obiettivo di preservare intatta la neutralità, l'oggettività, l'attendibilità e la confrontabilità dell'informazione economico-finanziaria. Un rigore formale e definitorio che, con sfumature differenti ma con finalità ispettive di tutela erariale assimilabili, viene confermato dalla giurisprudenza della Corte Suprema di Cassazione in materia tributaria. Nei giudizi fiscali, la Suprema Corte impone, con severità ermeneutica costante, obblighi istruttori e oneri probatori oltremodo rigorosi e gravosi a carico dei contribuenti ogniqualvolta si controverta circa l'utilità pluriennale prospettica, la strumentalità effettiva all'impresa e la concreta recuperabilità quantitativa degli *intangibles* contabilizzati a stato patrimoniale. Contemporaneamente, tuttavia, i giudici di legittimità mostrano aperture di realistica flessibilità economica in contesti di finanza straordinaria, riconoscendo, ad esempio nelle valutazioni dell'avviamento in ambito di imposte di registro, l'incidenza del capitale umano, della storia aziendale e delle sinergie immateriali formatesi nel tempo.

Di fronte a queste palesi aporie e ai limiti strutturali, gnoseologici e ontologici evidenziati dall'impianto del bilancio tradizionale nel suo sforzo incessante di catturare contabilmente l'inestimabile, l'odierno quadro normativo sviluppato in sede di Unione europea ha saputo tracciare una via di uscita istituzionale significativa e largamente complementare. Il nuovo, esteso sistema della rendicontazione integrata di sostenibilità – oggi legalmente imperniato nel diritto nazionale sull'attuazione del d.lgs. n. 125/2024 e, a livello di metriche europee uniformi, ancorato ai complessi e variegati standard architettati dall'EFRAG – delega finalmente all'informativa non puramente finanziaria il compito cruciale e prima impossibile di mappare, misurare analiticamente, tracciare e narrare organicamente la ricchezza sommersa. Il capitale intellettuale d'impresa, le risorse e le competenze del capitale umano, l'avviamento relazionale latente vengono oggi scandagliati e resi pubblici attraverso la rigorosa e rivoluzionaria lente metodologica imposta dal principio della doppia materialità.

In questo mutevole e ormai iper-complesso ecosistema normativo, economico e sociale, il vero spirito e l'essenza stessa della auspicata "calcolabilità giuridica" non si realizzano dunque, e forse mai si realizzeranno compiutamente, nella formattazione coercitiva o nella compressione forzata ed esatta del bene immateriale per trasformarlo a tutti i costi in un numero, in una riga contabile e in una merce pura e alienabile. L'infrastruttura giuridica contemporanea esplica invece il suo fine ultimo e la sua eccellenza adattiva nella minuziosa creazione e manutenzione

di un'architettura istituzionale di profonda e diffusa trasparenza informativa; una trasparenza multi-prospettica che risulti finalmente in grado di far dialogare, bilanciare e armonizzare le esigenze valutative, di rendimento e di stabilità espresse dai mercati dei capitali e dagli investitori, con le altrettanto irrinunciabili e fondanti istanze etiche, ambientali, umane ed evolutive poste dalla collettività nell'era della conoscenza.

Note sul dovere di agire informati degli amministratori privi di deleghe nella s.p.a. riformata

The duty of non-executive directors to act on an informed basis under the recent reform of the Italian Civil Code

Giuliana Scognamiglio*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-2

ABSTRACT

La previsione, a carico degli amministratori non esecutivi di s.p.a., di un obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione (art. 2392, co. 2, nel testo originario del 1942) aveva dato luogo ad una prassi interpretativa incline ad addossare indiscriminatamente a tutti i componenti dell'organo amministrativo la responsabilità per gli atti di *mala gestio* posti in essere dai componenti muniti di deleghe gestionali. L'eliminazione di detto obbligo, ad opera della riforma organica del 2003, e l'introduzione contestuale del dovere degli amministratori, inclusi i non esecutivi, di "agire informati" non ha prodotto un esito risolutivo del problema di una più equa distribuzione, fra amministratori esecutivi e non, del peso della responsabilità gestoria: la giurisprudenza, infatti, soprattutto quella scaturita dalla contestazione di sanzioni irrogate nei confronti di amministratori non esecutivi di società bancarie, è venuta manifestando la tendenza ad interpretare il dovere di agire informati come dovere di conoscenza ed a collocare la soglia della responsabilità al livello della mera conoscibilità di determinate circostanze, senza che il riferimento all'assenza di segnali di anomalie o di campanelli d'allarme riuscisse a temperare la severità di tale impostazione ermeneutica. L'a. propone allora di cercare una soluzione al problema nel dovere, gravante sull'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2381 e dell'art. 2086 c.c., di istituire assetti organizzativi adeguati alla natura ed alle dimensioni dell'impresa: fra questi individua, in particolare l'assetto consistente nel flusso informativo ascendente, che è indispensabile all'amministratore non esecutivo

* Professore ordinario di diritto commerciale, Sapienza Università di Roma; e-mail: giuliana.scognamiglio@uniroma1.it.

Il presente contributo è destinato al *Liber Amicorum* Giuseppe Santoni, Pacini, 2026.

per l'espletamento dei compiti a lui assegnati e che questi deve "valutare" con particolare attenzione, esercitando i poteri di direttiva e di avocazione che la legge gli attribuisce, là dove constati un difetto di "cura" dello stesso da parte degli organi delegati. Il corollario è che l'amministratore non esecutivo ottempera al suo dovere di agire informato nella misura in cui verifica la adeguatezza e la solidità dell'assetto organizzativo in questione e la coerenza e conformità con esso del flusso informativo che riceve dal basso. In un siffatto contesto, l'affidamento che egli riponga nelle informazioni ricevute può essere considerato ragionevole (secondo la testuale previsione del nuovo art. 2381 *ter*, co. 4, c.c.) con la conseguente sottrazione del suo operato a censure di insufficiente diligenza.

The provision imposing a duty to monitor the general course of business on non-executive directors of public limited companies (s.p.a.) (Article 2392(2) of the Civil Code in the original 1942 text) had given rise to an interpretative practice tending to hold all members of the board of directors liable for acts of mala gestio *committed by those vested with management powers. The removal of this obligation, brought about by the comprehensive reform of 2003, and the simultaneous introduction of the duty for directors, including non-executive directors, to act on an informed basis did not resolve the issue of a fairer distribution of the managerial responsibility between executive and non-executive directors: case law, in fact – particularly that arising from challenges to sanctions imposed on non-executive directors of banking companies – has shown a tendency to interpret the duty to act on an informed basis as a duty of knowledge and to set the threshold of liability at the level of the mere knowability of certain circumstances, without the reference to the absence of anomalous signals or warning signs succeeding in tempering the severity of this interpretative approach. The author therefore proposes seeking a solution to the problem in the duty incumbent upon the board of directors, pursuant to Articles 2381 and 2086 of the Civil Code, to establish organisational structures appropriate to the nature and size of the undertaking: among these, she identifies, in particular, the structure consisting of the upward flow of information, which is indispensable to the non-executive directors for the performance of their duties and which they must 'assess' in accordance with Article 2381 (3), whilst also exercising the powers of direction and intervention conferred upon them by law, where they find a lack of 'due care' on the part of the delegated bodies. The corollary is that the non-executive director fulfils his duty to act on an informed basis by verifying the adequacy and soundness of the organisational structure in question, as well as the consistency and compliance of the information he receives from below with it. In such a context, the reliance he places on the information received may be considered reasonable (in accordance with the wording of the new Article 2381* ter*, paragraph 4, of the Civil Code), with the consequent exemption of his actions from criticism on the grounds of insufficient diligence.*

SOMMARIO:

1. Lo "statuto" dell'amministratore delegante: dalla riforma del 2003 a quella del 2026. – 2. La soppressione, nel 2003, dell'obbligo dei deleganti di vigilare sul generale andamento della gestione… – 3. …e la contestuale introduzione del dovere di agire informati. – 4. Analisi strutturale e funzionale di detto dovere. – 5. La valutazione della diligenza nell'adempimento del dovere di agire informati: rilievi sul criterio dei "campanelli d'allarme" e sull'uso che talora se ne è fatto dalla giurisprudenza. – 6. Tentativo di una diversa impostazione del problema: la valutazione in punto di diligenza va commisurata all'attenzione profusa dal delegante nella "valutazione" degli assetti organizzativi "curati" dai delegati, ed in particolar di quello relativo al flusso *bottom-up*

delle informazioni all'interno dell'impresa e degli organi e tra gli organi stessi. – 7. L'adeguatezza di tale assetto e lo sforzo profuso dal delegante nell'assicurarla giustificano l'affidamento (allora "ragionevole") del delegante nelle informazioni ricevute.

1. *Lo "statuto" dell'amministratore delegante: dalla riforma del 2003 a quella del 2026*

Checché si pensi del, e comunque si ricostruisca il, complesso rapporto fra amministratori delegati e amministratori privi di deleghe gestionali, sembra difficilmente discutibile la centralità del tema dell'informazione (s'intende, in particolare, relativa alla gestione dell'impresa) e dei relativi flussi [1]: difficilmente discutibile, in altri termini, sia la posizione asimmetrica, sotto il profilo delle informazioni disponibili e del grado di facilità nell'acquisirle, dell'amministratore delegante rispetto al delegato, sia la necessità anche per il primo e comunque si caratterizzi la sua attività (anche dunque a volerne sottolineare il "gradiente" eminentemente valutativo, piuttosto che "operativo" [2]) di accedere alle informazioni sulle operazioni compiute nell'ambito dell'amministrazione delegata. Se ai deleganti si riconosce, alla stregua del diritto oggi vigente, un ruolo di conformazione (attraverso la determinazione del contenuto, dei limiti e delle modalità di esercizio della delega) e di monitoraggio dell'attività dei delegati, fino all'estremo dell'esercizio dei poteri di revoca e di avocazione, non può disconoscersi il loro bisogno "esistenziale" di informazioni, in funzione appunto strumentale rispetto all'esercizio di detti poteri, e la loro esigenza di acquisirle in maniera non occasionale né casuale, bensì, al contrario, in maniera stabile, sistematica ed organizzata.

All'entrata in vigore della riforma organica del diritto delle società di capitali e cooperative del 2003 (d.lgs. n. 6/2003), si lesse nel nuovo testo dell'art. 2381 c.c., in particolare nel co. 5 di detta disposizione, la conferma della consapevolezza, da parte del legislatore, della suddetta esigenza. Mi riferisco, com'è evidente, alla statuizione, allora introdotta, dell'obbligo, in capo agli amministratori, di agire in modo informato ed alla previsione, immediatamente successiva, del potere di ciascuno dei deleganti di chiedere ai delegati "che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società".

[1] Tema parimenti importante nel quadro dei diversi sistemi di amministrazione e controllo, ed in particolare in quello "con consiglio di sorveglianza" (denominato "sistema dualistico" nel diritto previgente al d.lgs. n. 47/2026), con riferimento ai rapporti fra detto organo ed il consiglio di gestione. Il tema non viene toccato in questo studio, ma mi piace ricordare che ad esso è dedicato un importante lavoro dello studioso che onoriamo: cfr. G. Santoni, *I flussi informativi tra comitato di gestione e consiglio di sorveglianza*, in *Sistema dualistico e governance bancaria*, a cura di P. Abbadessa e F. Cesarini, Giappichelli, 2009.

[2] G. Ferri jr., *L'amministrazione delegata nella riforma*, in *Riv. dir. comm.*, I, 2003, 631.

Quest'ultima disposizione è da coordinare con quelle, a cui già si è accennato, del co. 3 dello stesso art. 2381 (oggi contenute nel co. 2 dell'art. 2381 *bis*), che, con forte innovazione rispetto al passato [3], disegnano un vero e proprio statuto dell'amministratore non munito di deleghe e dei poteri che gli spettano ed il cui esercizio si connota, com'è ovvio, in termini di doverosità, trattandosi di poteri inerenti all'esercizio di una funzione: il potere di determinare il contenuto, i limiti e le eventuali modalità di esercizio della delega; il potere di impartire direttive ai delegati; il potere di avocare a sé il compimento di specifiche operazioni rientranti nel perimetro della delega; il potere di esaminare i piani strategici, sia industriali sia finanziari, della società; il potere di valutare, sotto il profilo dell'adeguatezza, l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società; il potere, infine, di valutare il generale andamento della gestione, sulla base delle relazioni di pari oggetto che gli organi delegati sono tenuti a trasmettere almeno semestralmente al consiglio, quindi ai deleganti, e nelle quali dovranno essere altresì illustrati l'evoluzione prevedibile della gestione e le operazioni di maggior rilievo effettuate dalla società e dalle sue controllate.

L'amministratore delegante risulta quindi:

a) destinatario per legge (art. 2381, co. 5, oggi art. 2381 *bis*, ultimo comma) di un flusso di informazioni proveniente dall'organo delegato e consistente in una informativa periodica di carattere sintetico, avente ad oggetto l'andamento generale della gestione e la sua prevedibile evoluzione, e di una informazione periodica, di carattere maggiormente analitico, avente ad oggetto le operazioni, poste in essere dalla società o da sue controllate, che sono considerate "di maggior rilievo" in relazione alle loro caratteristiche di tipo quantitativo e qualitativo;

b) titolato ad attivarsi, ai sensi del secondo periodo del co. 6 art. 2381 v.t. (oggi co. 3 dell'art. 2381 *ter*), nei confronti dei delegati [4], con la richiesta di fornire, nell'ambito della riunione consiliare, dati ed informazioni relativi alla gestione e

[3] Nel codice previgente alla riforma del 2003 l'istituto dell'amministrazione delegata era menzionato esclusivamente nella norma "*enabling*" del co. 2 art. 2381, oggi (con il d.lgs. n. 47/2026) spostata nel co. 1 dell'art. 2381 *bis*, che consente al c.d.a (come già precisato, nel presente lavoro si fa riferimento, per semplicità, al solo sistema di amministrazione e controllo "tradizionale" o con collegio sindacale) di delegare proprie attribuzioni (con la sola eccezione di quelle che vengono espressamente riconosciute come "non delegabili", cfr. art. 2381, co. 4) ad uno o più amministratori o ad un comitato esecutivo sulla base di un'apposita previsione statutaria o di una deliberazione dell'assemblea.

[4] Taluni (ad es. V. Salafia, *Amministratori senza deleghe fra vecchio nuovo diritto societario*, in *Società*, 2006, 290 ss., 292) hanno sostenuto che la richiesta di informazioni da parte dei deleganti non ha come unici destinatari i delegati, bensì può rivolgersi anche nei confronti dei dirigenti della struttura e può persino accompagnarsi ad atti di ispezione: altrimenti detto, i deleganti potrebbero avvalersi, pur nel silenzio del diritto scritto, di poteri sulla struttura dell'impresa analoghi a quelli attribuiti espressamente (art. 2403 *bis*) ai componenti dell'organo di controllo. La tesi tuttavia non è pacifica. Cfr. per la tesi opposta e per ulteriori richiami alla discussione, F. Vassalli, *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, Piccin, 2011, vol. II, *sub* art. 2381, 39; v. altresì M.S. Spolidoro, *Poteri di controllo individuali degli amministratori "non delegati" nelle società per azioni*, in *Giur. Comm*., II, 2013, 1077 ss.

funzionali, evidentemente, alla partecipazione consapevole all'attività dell'organo collegiale alla stregua dell'ordine del giorno di volta in volta assegnato alla riunione medesima. L'esercizio del potere in questione dovrà coordinarsi con il potere/dovere del presidente del consiglio di amministrazione di provvedere "affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri" (co 1 dell'art. 2381 v.t. e, oggi, co. 2 dell'art. 2381 *ter)*;

c) sottoposto, in generale, al dovere di agire informato (art. 2381, co. 6, primo periodo, v.t.; oggi co. 4 dell'art. 2381 *ter*), il cui ambito di operatività sembra non circoscrivibile in termini di strumentalità alla partecipazione consapevole all'attività deliberativa dell'organo collegiale e correlato, piuttosto, ai poteri-doveri di direttiva e avocazione esercitabili nei riguardi dei delegati e di valutazione (dell'adeguatezza organizzativa, della pianificazione industriale e finanziaria, dell'andamento generale della gestione), disciplinati nel co. 3 dell'art. 2381 v.t. (oggi co. 2 dell'art. 2381 *bis*).

2. *La soppressione, nel 2003, dell'obbligo dei deleganti di vigilare sul generale andamento della gestione…*

Come si è poc'anzi ricordato, si deve altresì alla riforma del diritto societario emanata nel 2003 la statuizione espressa (nel co. 6 dell'art. 2381 v.t.) dell'obbligo degli amministratori (da riferire a ciascun amministratore, indipendentemente dal fatto che sia munito o meno di deleghe gestionali) di "agire informati". La medesima statuizione è oggi contenuta nel co. 1 dell'art. 2381 *ter*, che, come pure si è ricordato, è la disposizione, introdotta con il d.lgs. n. 47/2026, nella quale sono confluite le precedenti in tema di "informazione consiliare" (questa la rubrica del nuovo articolo), un tempo enunciate nell'art. 2381.

Contestualmente, venne dalla riforma societaria del 2003 espunto il riferimento, allora contenuto nell'art. 2392 c.c., all'obbligo degli amministratori (inclusi quelli) privi di deleghe di vigilare sul generale andamento della gestione ed alla conseguente previsione della responsabilità solidale per i danni riconducibili alla "omessa vigilanza".

La scelta del legislatore di inizio millennio rinveniva le sue radici nella circostanza che la statuizione di detto obbligo di vigilanza a carico dei deleganti, riferito – con formulazione molto ampia – all'(intero) andamento generale della gestione, aveva comportato il diffondersi, anche nella giurisprudenza pratica, di una concezione corrispondentemente molto ampia ed estesa della responsabilità dei deleganti medesimi: "probabilmente a cagione di ricorrenti eccessi giurisprudenziali", si era verificato che gli amministratori privi di deleghe erano "stati sovente chiamati a rispondere in modo oggettivo ed indiscriminato di danni riferibili all'operato degli organi delegati" [5].

[5] Cfr. F. Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, Utet Giuridica,

Di qui la decisione di sopprimere il riferimento ad un obbligo di carattere generale e di contenuto assai ampio e di "sostituirla" con la previsione di "specifici obblighi ben individuati" a carico dei deleganti, che sono puntualmente indicati nel co. 3 dell'art. 2381 (oggi co. 2 dell'art. 2381 *bis*) sopra esaminato: che detti obblighi (e la violazione degli stessi) valgano a definire e comunque incidano sul regime della responsabilità degli amministratori privi di deleghe e specificamente sull'applicazione ad essi del criterio della solidarietà [6], sembra confermato, nell'ambito della norma generale sulla responsabilità degli amministratori, dal tenore dell'ultimo periodo dell'art. 2392, co. 1 e dall'esplicito rinvio che ad essi viene fatto nel corpo dell'art. 2392, co. 2, che lascia "fermo quanto disposto dal comma terzo dell'art. 2381" (oggi, dall'art. 2381 *bis*, nonché, come meglio si vedrà nel prosieguo, dall'art. 2381 *ter*, co. 4).

Meno sicuro, ed anzi ampiamente discusso tra gli interpreti [7], è se la modifica testuale dell'art. 2392 c.c., mediante l'espunzione del riferimento al dovere di vigilanza sul generale andamento della gestione, abbia effettivamente eliminato tale dovere dal novero di quelli che incombono sugli amministratori deleganti. Qui va osservato, pur senza voler prendere in questa sede posizione sul tema generale e molto complesso della estensione ed imputazione del dovere di vigilanza sulla gestione dell'impresa, che, ai sensi del co. 3 dell'art. 2381 (ora 2381 *bis*, co. 2), il "generale andamento della gestione" è tuttora previsto come oggetto di uno specifico comportamento doveroso dei deleganti, ma tale comportamento viene oggi descritto in termini di "valutazione" e non di "vigilanza". La valutazione del generale andamento della gestione è attività specificamente demandata ai deleganti, i quali devono espletarla, si noti, sulla base delle relazioni dei (e cioè delle informazioni periodicamente fornite dai) delegati; il che corrobora ulteriormente l'assunto della centralità dell'informazione e del flusso ascendente di informazioni nella

---

2013, 115-116; e già F. Vassalli, *Società di Capitali, Commentario* a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, vol. 2, Jovene, 2004, *sub* art. 2392, 678. Osserva con efficace sintesi P. Abbadessa, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, ne *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 2, Utet Giuridica 2006, 491 ss., 502, che: "la fortuna della tecnica della legislazione per clausole generali" – tale egli considera l'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione – dipende dalla capacità, in primo luogo della giurisprudenza, di elaborare un catalogo di fattispecie che, per quanto necessariamente aperto, consenta alla regola di attingere un livello accettabile di certezza applicativa. Nella specie non solo tale processo virtuoso è completamente mancato, ma, all'opposto, la prassi giurisprudenziale si è consolidata nel senso di utilizzare l'obbligo in discorso per estendere, non sarebbe esagerato dire indiscriminatamente, la responsabilità dei delegati a tutti i componenti del consiglio, tanto da far parlare, con riferimento agli amministratori non esecutivi, di una responsabilità (quasi) oggettiva. La riforma non poteva, pertanto, non intervenire sul punto".

[6] Cfr. F. Bonelli, *Gli amministratori di s.p.a. a dieci anni dalla riforma del 2003*, cit., 109 ss.

[7] Cfr., per i richiami essenziali alle due opposte tesi manifestatesi nella dottrina, F. Barachini, *La gestione delegata nella società per azioni*, Giappichelli, 2008, 132 ss., 134, nt. 101.

identificazione del ruolo e della responsabilità dei deleganti e nella dinamica dei rapporti fra questi ed i delegati [8].

3. *...e la contestuale introduzione del dovere di agire informati*

Tornando alla norma che sancisce l'obbligo degli amministratori di agire informati, cui le presenti note sono specificamente dedicate, si è già menzionato quell'orientamento, che trova la sua prima espressione nella relazione accompagnatoria del d.lgs. n. 6/2003 [9] ed è tuttora richiamato in diverse trattazioni della materia, secondo il quale dovrebbe ravvisarsi un collegamento fra l'introduzione dell'obbligo appena richiamato e la contestuale soppressione del previgente riferimento, nell'art. 2392, all'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione [10]: entrambe le scelte operate avrebbero perseguito lo scopo di ridefinire e meglio specificare i presupposti della responsabilità degli amministratori, in particolare di quelli privi di incarichi esecutivi, al fine di evitarne "indebite estensioni", che, soprattutto nell'esperienza delle azioni esercitate da organi di procedure concorsuali, "finivano per trasformarla in una responsabilità sostanzialmente oggettiva" [11].

In altri termini, questo sembra essere il ragionamento sottostante al suddetto orientamento: constatati gli eccessi in punto di responsabilità dei deleganti a cui aveva dato luogo, anche in ragione dell'ampiezza e genericità del suo tenore testuale, la previsione dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, il legislatore della riforma organica del 2003 avrebbe, con l'istituzione "in sua vece" del dovere di agire informati, perseguito l'obiettivo ed ottenuto l'effetto di ridimensionare la responsabilità dei deleganti e di circoscriverla ai casi in cui questi avessero omesso di attivarsi nei confronti dei delegati per ottenere le

[8] Tale "centralità" era ben presente già in taluni degli studi immediatamente successivi alla riforma "organica" del 2003: cfr., ad es., G.M. Zamperetti, *Il dovere di informazione degli amministratori nella* governance *della società per azioni*, Giuffrè, 2005, 50 ss.

[9] La si può leggere in M. Vietti, F. Auletta, G. Locascio, U. Tombari, A. Zoppini, *La riforma del diritto societario. Lavori preparatori, testi e materiali*, Giuffrè, 2006, 227. Cfr. altresì F. Briolini, *Le società per azioni* cit., diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, *sub* art. 2394, 5, 1394 ss.; G. Dongiacomo, *Il giudizio di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*, II ed., Giuffrè, 2024, 56 ss.

[10] Questa affermazione ricorre tuttora di frequente nella letteratura (ad es. G. Dongiacomo, *Il giudizio di responsabilità nei confronti degli amministratori di società di capitali*, cit., 56 ss.) e nella giurisprudenza, particolarmente in quella penale: cfr. ad es. Cass., sez. V pen., 4 maggio-19 giugno 2007, n. 23838; App. Milano, sez. II, 14 luglio 2010, n. 4535; Cass. pen., sez. V, 13 novembre 2015, n. 21702; Cass. civ., sez. I, sent. 31 agosto 2016, n. 17441; Cass. pen., sez. I, Sent. 7 maggio 2026, n. 28343; Trib. Milano 5 maggio 2016 in *Società*, 3, 2017, 385; Trib. Milano, sez. spec. in materia di imprese, 31 ottobre 2016, n. 11897, in *Società*, 7, 2017, 881.

[11] Cfr. Cass., sez. I civ., 31 agosto 2016, n. 17441.

informazioni necessarie a svolgere coscienziosamente il compito di contribuire all'amministrazione della società.

In vero, alla stregua della disciplina previgente alla riforma del 2003, il delegante avrebbe potuto essere chiamato a rispondere degli effetti pregiudizievoli dell'atto compiuto dai delegati in base all'assunto della violazione, da parte sua, dell'obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione, assunto a fronte del quale la prova contraria di cui era onerato il convenuto poteva risultare estremamente gravosa; in base alla disciplina risultante dalla novella del 2003, è data per converso al delegante, che sia stato in ipotesi convenuto con l'azione sociale di responsabilità, la possibilità di provare, ai sensi del co 2 dell'art. 2392, che il comportamento illegittimo posto in essere dai delegati ed il conseguente pregiudizio per il patrimonio sociale non erano in concreto a lui noti, né rilevabili, alla stregua del dovere generale di diligenza sancito nel co. 1 dell'art. 2392, sulla base delle informazioni disponibili; ma al contempo è aperta alla parte attrice – nella nostra ipotesi, la società – la possibilità di rintuzzare una siffatta difesa, adducendo l'inerzia colpevole del delegante e la sua negligenza, consistente nel non essersi adoperato a sufficienza per acquisire le informazioni che gli avrebbero potuto consentire di rendersi conto della illiceità e dannosità della condotta dei delegati e di intervenire per bloccarla.

Le brevi considerazioni che precedono confermano essere probabilmente fondata l'affermazione che il descritto mutamento parziale del tenore dell'art. 2392, in una con l'introduzione nell'art. 2381 (ora art. 2381 *ter*) dell'obbligo degli amministratori di agire informati, hanno comportato una modifica del regime della responsabilità dei deleganti. Al tempo stesso, tuttavia, a fronte delle modifiche introdotte con la riforma del 2003, appare fondato il dubbio se l'effetto da esse indotto sia stato realmente quello di "alleggerire" la loro posizione in punto di responsabilità per i danni al patrimonio sociale causati da atti di *mala gestio* posti in essere dai delegati, come si è da taluni sostenuto, anche sulla scorta della citata relazione di accompagnamento al d.lgs. n. 6/2003.

Non è dubbio, infatti, che l'imposizione di un dovere di vigilanza sull'andamento generale della gestione esponeva gli amministratori non esecutivi al rischio di dover rispondere in ogni caso delle conseguenze pregiudizievoli della gestione illegittima operata dai delegati, per la difficoltà di dimostrare – alla stregua dei criteri che governano l'onere della prova nella materia della responsabilità contrattuale – il corretto adempimento di quel dovere di contenuto così ampio e generico e l'assenza del nesso di causalità tra il danno ed il comportamento omissivo asseritamente tenuto dal delegante; ma a difficoltà non minori può dar luogo altresì la statuizione del dovere di agire informati [12], ove la si interpreti in modo parimenti

[12] Cfr. P. Abbadessa, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, cit., 504, ad avviso del quale la statuizione, con la riforma del 2003, del dovere degli amministratori di agire informati si presta a letture estensive suscettibili di "condurre a risultati ancora più rigidi di quelli

ampio e cioè nel senso di ascrivere qualsiasi carenza informativa a "colpa" (*i.e.*, difetto di diligenza) del delegante e di imputargli per questa via la responsabilità in solido con i delegati per non aver impedito (o non essersi attivato per eliminare o attenuare le conseguenze dannose di) un comportamento gestorio di questi ultimi (art. 2392, co. 2) di cui avrebbe potuto e dovuto essere a conoscenza, se quel dovere primario fosse stato scrupolosamente osservato [13].

4. *Analisi strutturale e funzionale di detto dovere*

Può essere utile, a questo punto, volgersi brevemente all'analisi strutturale e funzionale del "dovere di agire informati". Esso, infatti, riferendosi, ieri (*i.e.* nel testo normativo risultante dalla riforma del 2003, art. 2381, co. 6) come oggi (art. 2381 *ter*, co. 3), agli "amministratori" e cioè, deve ritenersi, a tutti e a ciascun amministratore, indipendentemente dal ruolo ad ognuno attribuito nell'ambito del c.d.a., è probabilmente suscettibile di essere letto e declinato in maniera diversa a seconda che, in concreto, si abbia riguardo ad un amministratore esecutivo o ad un non esecutivo.

(i) Il dovere degli amministratori di agire informati rileva anzitutto come componente ed al tempo stesso espressione del loro dovere di adeguata istruttoria: del dovere, cioè, di far precedere l'assunzione di ogni decisione gestoria da un'accurata raccolta e verifica di informazioni, pareri e consulenze, preventivi di spesa ed altro, funzionale alla migliore ponderazione della decisione stessa ed alla scelta del migliore (del più efficiente, del più conveniente, ecc.) fra i percorsi possibili per raggiungere determinati obiettivi. In questa accezione, il dovere di agire informati riguarda *in primis* gli amministratori che sono direttamente impegnati e coinvolti nella gestione dell'impresa, dunque gli amministratori esecutivi. Rispetto ad essi, l'inadempimento del dovere di adeguata istruttoria, così come la sussistenza di conflitti d'interessi, è una delle circostanze che, secondo un indirizzo ormai consolidato delle nostre corti, inclusa quella di legittimità, possono contribuire a definire in negativo il perimetro di operatività della regola onde le scelte gestorie degli amministratori sono sottratte, in principio, al sindacato giudiziale; possono, in altri termini, concorrere a smantellare il *safe harbour* della *business judgement rule* [14].

---

imposti dal sistema previgente, che – quanto meno – limitava l'obbligo di vigilanza al generale andamento della gestione, laddove l'art. 2381, co. 6, nella sua formulazione letterale, non pone limiti". Nello stesso senso di recente A. Luciano, *L'esonero da responsabilità solidale degli amministratori di s.p.a.*, in *BBTC*, I, 2026, 235 ss., 239: "il dovere ex art. 2381, ultimo comma, c.c. [testo previgente, n.d.r.], se enfatizzato, rischia di configurare un 'obbligo di onniscienza' che porterebbe ad inaccettabili ipotesi di responsabilità oggettiva".

[13] Cfr. Cass., sez. I civ., 31 agosto 2016, n. 17441.

[14] Cfr., *ex multis*, Cass., sez. I civ., ord. 15 marzo 2025, n. 6925; Cass., sez. I civ., sent. 17 maggio 2019, n. 13397; Cass., sez. I civ., sent. 22 giugno 2017, n. 15470.

(ii) Ove riferito, invece, agli amministratori privi di incarichi esecutivi, l'obbligo di agire informati esprime la doverosità di una postura comunque attiva e proattiva, che è il contrario della passiva "ricezione" o presa d'atto rispetto a decisioni assunte altrove: esprime, in altri termini, il dovere del non esecutivo di adoperarsi per ottenere le informazioni necessarie per poter quanto meno partecipare in maniera consapevole alla discussione in seno al consiglio e poi all'adozione di una determinata deliberazione collegiale.

Il dovere in questione sussiste in capo al singolo amministratore non esecutivo indipendentemente dalla circostanza che il presidente del c.d.a. abbia o meno correttamente adempiuto al proprio obbligo di provvedere "affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri": obbligo già sancito dal co 1 dell'art. 2381 v.t. ed ora ripreso testualmente dal co 2 della disposizione (il nuovo art. 2381 *ter*), che – come già ricordato – significativamente al co 1 ribadisce in termini chiari ed univoci l'essere ciascun amministratore "tenuto" ad agire in modo informato.

S'intende cioè sostenere che l'obbligo del presidente del c.d.a è sì strumentale all'informazione quanto più possibile tempestiva, accurata e in generale "adeguata" di tutti i consiglieri in merito alle tematiche oggetto di delibera, ma non vale a collocare l'amministratore, in particolare il non esecutivo, in una posizione di passiva attesa delle informazioni di volta in volta elargite su impulso del presidente; tanto è vero che il comma immediatamente successivo, il terzo, del medesimo art. 2381 *ter*, di nuovo riprendendo testualmente il secondo periodo del co. 6 del previgente art. 2381 [15], statuisce il potere di ciascun amministratore, da interpretare chiaramente in chiave funzionale, quindi come potere-dovere, di "chiedere agli organi delegati che in consiglio siano fornite informazioni relative alla gestione della società": informazioni che il richiedente, il cui fabbisogno informativo non è stato evidentemente soddisfatto sulla base dell'iniziativa del presidente, né sulla base delle relazioni periodicamente trasmesse dagli amministratori muniti di deleghe, considera utili, o addirittura necessarie per l'acquisizione di quella consapevolezza in merito alla gestione della società, o per lo meno in merito all'ambito della gestione investito dalla deliberazione adottanda, che è a sua volta il presupposto per il corretto adempimento del dovere di agire informato.

Fin qui si è ragionato sul presupposto di un collegamento logico e funzionale tra il dovere di agire informati, l'attivazione – ad opera del presidente – di un flusso informativo endoconsiliare e la partecipazione consapevole ed informata

[15] L'operazione compiuta dal legislatore della recente riforma è, in pratica, consistita nel concentrare in un'unica disposizione, il nuovo art. 2381 *ter*, dedicata esclusivamente alla "informazione consiliare", le regole in precedenza collocate in commi diversi e fra loro distanti dell'art. 2381 v.t., in modo da imprimere, anche dal punto di vista esteriore o estetico, una maggiore organicità al testo normativo, e nell'aggiungere poi, nel co 4 dello stesso art. 2381 *ter*, a completamento della disciplina, la regola "nuova" di cui ci si occuperà a breve nel testo.

dell'amministratore privo di incarichi esecutivi alle decisioni dell'organo collegiale.

L'esistenza di un siffatto collegamento sembrerebbe oggi corroborata dal tenore (e dalla rubrica) del nuovo art. 2381 *ter*, e precisamente dalla scelta di concentrare in un'unica disposizione, intitolata alla "Informazione consiliare", regole relative ai poteri-doveri del presidente del c.d.a. e alla organizzazione dei lavori consiliari e la norma onde viene enunciato il dovere degli amministratori di agire informati, che nel sistema previgente sembrava caratterizzarsi, anche in virtù della sua collocazione, per una maggiore autonomia rispetto alle prime.

Sul piano dell'analisi sistematica, resta però difficilmente confutabile, pure nel mutato contesto normativo, il collegamento fra il dovere degli amministratori (anche) privi di deleghe di agire informati ed il loro dovere di intervento *ex* art. 2392, co. 2, con l'obiettivo di impedire il verificarsi di fatti pregiudizievoli nell'ambito della gestione dell'impresa o per lo meno di attenuarne, se non eliminarne, le conseguenze dannose: dovere, quest'ultimo, che rinviene il suo fondamento nella "conoscenza" di tali fatti, con la conseguenza che solo l'ignoranza degli stessi può valere a giustificare la sua violazione. Ma, poiché si versa nell'area dell'agire funzionale e della responsabilità contrattuale, l'ignoranza esonera il delegante dalla responsabilità solidale con l'amministratore delegato, ai sensi della citata disposizione, (solo) se viene data la prova che il primo aveva adempiuto, con la diligenza professionale richiesta e coerente con la "natura dell'incarico", al suo dovere di agire informato.

5. *La valutazione della diligenza nell'adempimento del dovere di agire informati: rilievi sul criterio dei "campanelli d'allarme" e sull'uso che talora se ne è fatto dalla giurisprudenza*

Il tema cruciale [16] è allora quello della individuazione degli indici alla cui stregua valutare il comportamento degli amministratori privi di incarichi esecutivi sotto il profilo della diligenza nell'adempimento del dovere di agire informati [17].

Dall'analisi della copiosa giurisprudenza che, su diversi versanti, ha affrontato la questione emerge una tendenza significativamente consistente ad avvalersi del

[16] Come riconosciuto dalla dottrina già nei primi anni successivi alla riforma del 2003: cfr., con particolare chiarezza, R. Sacchi, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Giur comm*. II, 2008, 377 ss., 386 ss.

[17] Il tema è rilevante non solo ai fini civilistici, ma anche ai fini dell'affermazione della eventuale responsabilità penale dell'amministratore privo di deleghe: invero, il dato della conoscenza/conoscibilità ovvero non conoscenza/non conoscibilità, da parte di quest'ultimo, di determinati fatti inerenti alla gestione può assumere rilievo al fine di ritenere o meno sussistente in capo a tale amministratore una posizione "di garanzia" ai sensi dell'art. 40, co. 2, c.p.

criterio dei c.d. segnali o campanelli di allarme: l'amministratore non esecutivo è ritenuto *compliant* con il proprio dovere di agire informato nella misura in cui si attiva per ottenere informazioni dai delegati o per attingerle *aliunde* in presenza di determinati indizi o segnali di anomalia, suscettibili di generare allarme in un soggetto onerato da un dovere di diligenza professionale. Altrimenti detto, la sottovalutazione e la disattenzione nei riguardi di detti segnali o il non accorgersi degli stessi sono considerati come indici attendibili della violazione, da parte del non esecutivo, del dovere di agire informato.

Esaminando la casistica [18], osserviamo che segnali di allarme sono stati ravvisati nella omissione, da parte dei delegati, della informativa periodica ai deleganti prescritta dall'art. 2381, comma v.t.; nel mancato rispetto della periodicità prevista dalla legge o dallo statuto; nella presenza, in detta informativa, di contraddizioni ed incoerenze; nella circolazione, all'interno o all'esterno della società, di *rumors* circa il compimento, da parte dei delegati, di operazioni societarie non previste nei "piani strategici, industriali e finanziari" esaminati dal consiglio d'amministrazione

[18] Che è abbondante e sostanzialmente monocorde nel senso che l'amministratore delegante "tutte le volte in cui abbia rilevato (o avrebbe dovuto diligentemente rilevare) l'insufficienza, l'incompletezza o l'inaffidabilità delle relazioni informative che gli amministratori delegati hanno il dovere di trasmettergli (…) ha il potere (e quindi il dovere) di attivarsi per chiedere agli amministratori delegati di fornire le informazioni dagli stessi dovute; e ciò senza poter, in mancanza, invocare a propria discolpa, il fatto che le informazioni fornite dagli organi delegati siano state lacunose o insufficienti o (…) siano state addirittura omesse del tutto (…)": in questi termini, ad es., Cass., sez. I civ., ord. 22 aprile 2024, n. 10739. Si veda la significativa testimonianza di uno studioso che è anche un magistrato autorevole: G. Dongiacomo, *Il giudizio di responsabilità nei confronti* degli *amministratori di società di capitali*, cit., 61 ss. È il caso di osservare che una porzione cospicua di detta casistica riguarda specificamente gli amministratori non esecutivi di banche e che la grande maggioranza di tali decisioni sono rese in sede di impugnativa avverso sanzioni irrogate agli amministratori non esecutivi da un'autorità di vigilanza (Banca d'Italia o Consob). La massima costantemente richiamata viene espressa in questi termini: "il dovere di agire informati dei consiglieri non esecutivi delle società bancarie non va rimesso, nella sua concreta operatività, alle segnalazioni provenienti dai rapporti degli amministratori delegati, giacché anche i primi devono possedere ed esprimere costante e adeguata conoscenza del *business* bancario e, essendo compartecipi delle decisioni di strategia gestionale assunte dall'intero consiglio, hanno l'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi non solo in vista della valutazione delle relazioni degli amministratori delegati, ma anche ai fini dell'esercizio dei poteri, spettanti al consiglio di amministrazione, di direttiva o avocazione concernenti operazioni rientranti nella delega". Cfr., *ex multis*, Cass. civ., sez. II, sent. 3 ottobre 2025, n. 26708; Cass. civ., sez. II, ord. 30 agosto 2025, n. 24241; Cass. civ., sez. II, ord. 29 luglio 2024, n. 21142; Cass. civ., sez. II, 31 ottobre 2023, n. 30233; Cass. civ., sez. II, ord. 18 ottobre 2022, n. 30499; Trib. Bari, sez. spec. in materia di imprese, sent. 23 gennaio 2026, n. 538. Va altresì osservato che questo indirizzo giurisprudenziale, nei suoi sviluppi più recenti, sembra essere espressione di una tesi più generale , di per sé controversa e controvertibile, secondo la quale la responsabilità dell'amministratore non esecutivo di una banca si connoterebbe in maniera diversa rispetto alla responsabilità degli amministratori di qualsiasi altra società di capitali. Sul tema, che non può essere qui affrontato, cfr. di recente, in termini giustamente critici A. Mirone, *La responsabilità degli amministratori nelle società bancarie*, in *BBTC*, 2025, I, 397 ss.

(ai sensi dell'art. 2381, co. 3) ovvero circa un imprevisto deterioramento della situazione economica o finanziaria della società o, ancora, circa l'emanazione di provvedimenti ispettivi da parte di un'autorità di vigilanza.

All'apparenza, il criterio dei "segnali d'allarme", nell'applicazione che se ne è fatta da parte della giurisprudenza, parrebbe idoneo a fissare un punto di equilibrio fra l'esigenza che il delegante osservi un comportamento attento e vigile e l'impossibilità di ascrivere a sua colpa una qualsiasi carenza informativa su fatti o atti dei delegati rivelatisi *ex post* pregiudizievoli per la società.

Si riscontrano, tuttavia, casi in cui si è ritenuto segnale d'allarme rilevante ai fini dell'osservanza dell'obbligo del delegante di agire informato il fatto stesso che egli non avesse ricevuto dall'amministratore delegato alcuna informazione rispetto ad una determinata operazione lesiva del patrimonio sociale. Inoltre, l'indice basato sui segnali d'allarme può risultare del tutto insufficiente rispetto ad operazioni già deliberate e la cui esecuzione sia stata già avviata dai delegati prima dell'assunzione della carica di amministratore non esecutivo; ovvero rispetto ad informative periodiche dei delegati che, pur apparentemente ineccepibili per puntualità e formale completezza, rivelino *ex post* omissioni e lacune rispetto a fatti e circostanze che, ove conosciuti per tempo dai deleganti, avrebbero attivato il loro dovere di richiedere informazioni ulteriori e di intervenire per impedirne il compimento.

In situazioni come quelle da ultimo descritte, il criterio dei segnali d'allarme non offre alcun ausilio, mi pare, alla soluzione equilibrata del problema della responsabilità dell'amministratore delegante correlata alla violazione del dovere di agire informato: in ipotesi siffatte, imputare al delegante il fatto di non essersi attivato per non aver considerato segnale d'allarme l'assenza stessa di ogni informazione equivale a richiedergli uno sforzo di diligenza che sfiora il limite della inesigibilità, allontanandosi da quel criterio della colpa che la riforma del 2003 ha chiaramente ribadito essere il fondamento della responsabilità (anche) degli amministratori privi di deleghe.

6. *Tentativo di una diversa impostazione del problema: la valutazione in punto di diligenza va commisurata all'attenzione profusa dal delegante nella "valutazione" degli assetti organizzativi "curati" dai delegati, ed in particolar di quello relativo al flusso* bottom-up *delle informazioni all'interno dell'impresa e degli organi e tra gli organi stessi*

Una diversa impostazione del problema sembra tuttavia praticabile sulla base dei dati offerti dal nostro diritto positivo così come modificato dalla riforma del 2003. Mi riferisco in particolare all'introduzione, con la citata riforma, del concetto di "adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società" e degli obblighi (di cura, di valutazione e di vigilanza) sanciti a carico degli

organi sociali (rispettivamente, amministratori delegati, consiglio di amministrazione, organo di controllo) con riferimento a detti assetti.

La letteratura giuridica ed economico-aziendale sul tema degli assetti organizzativi delle imprese è ormai sterminata: non è qui il caso di richiamarla neppure per sommi capi o per macrotemi. Neppure è questa la sede per richiamare le critiche da taluni sollevate, sotto il profilo del rischio di "burocratizzazione" e di "procedimentalizzazione", che l'obbligo di istituzione degli assetti porterebbe con sé, caricando l'impresa di costi e di oneri organizzativi potenzialmente eccessivi e sproporzionati. Chi scrive muove dalla visione opposta, e cioè da un apprezzamento favorevole della scelta di fissare normativamente l'obbligo di presidiare l'attività d'impresa con assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati: purché rispettosa dei criteri di adeguatezza e proporzionalità, l'istituzione degli assetti favorisce, piuttosto che deprimere ed appesantire, lo sviluppo dell'impresa, in quanto potenzia l'efficienza e l'efficacia della sua organizzazione. Di ciò sembra essere persuaso lo stesso legislatore, che, sedici anni dopo la riforma del 2003 [19], è tornato sul tema dell'adeguatezza degli assetti organizzativi sancendo il relativo obbligo, nel co. 2 dell'art. 2086 c.c., a carico di tutti gli imprenditori operanti in forma collettiva o societaria, anche in funzione della tempestiva individuazione di eventuali sintomi di uno sato di crisi: la collocazione della norma da ultimo citata nel libro V all'interno del capo I del titolo II (intitolato "dell'impresa in generale") corrobora l'idea che l'adeguatezza degli assetti sia da annoverare, come mi pare oggi generalmente riconosciuto, tra i "principi" a carattere generale relativi all'impresa, in qualunque forma essa sia esercitata.

In questa sede interessa osservare che, in una organizzazione complessa e di dimensioni ragguardevoli, qual è solitamente l'impresa costituita in forma di società per azioni, fra gli assetti organizzativi che non possono a mio avviso mancare (e su cui non può pertanto non esercitarsi la triplice attività di cura, valutazione e vigilanza sopra richiamata) deve annoverarsi quello che riguarda la circolazione delle informazioni all'interno dell'impresa e tra gli organi della stessa [20]. La

[19] Precisamente con il d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14 (recante il codice della crisi e dell'insolvenza dell'impresa), il cui art. 375 ha modificato il capoverso dell'art. 2086 c.c. nel senso ricordato nel testo. Sul punto mi permetto di rinviare alla testimonianza offerta in G. Scognamiglio, *Genesi e fondamento dell'art. 2086, comma 2, c.c.*, in Scuola Superiore della Magistratura, *Gli assetti organizzativi dell'impresa*, Quaderno 18, Poligrafico e Zecca dello Stato italiano, 2022, 63 ss.

[20] Sul ruolo che la predisposizione di adeguati assetti organizzativi può svolgere ai fini dell'assolvimento del dovere dell'amministratore di agire informato, cfr. C. Angelici, *La società per azioni. Principi e problemi, Trattato di dir. civ. e comm.*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, L. Mengoni, continuato da P. Schlesinger, Giuffrè, 2012, 417; M. Stella Richter jr., *La informazione dei singoli amministratori*, in *Banca Impresa Società*, 2017, 331 ss., 338 ss. Cfr. altresì G.M. Zamperetti, *Il dovere di informazione degli amministratori nella* governance *della società per azioni*, cit., 192 ss.; M. Irrera, *Assetti organizzativi adeguati e gestione della società di capitali*, Giuffrè, 2005, 61 ss. Nella giurisprudenza, v. Cass., sez. II civ., sent. 11 dicembre 2024, n. 32010.

corretta costruzione di tale assetto postula la previsione di flussi informativi (in particolare, ma non solo, *bottom up*) da definire con precisione, tenuto conto del fondamentale criterio di adeguatezza, che la legge impone di commisurare "alla natura e alle dimensioni dell'impresa" (si veda l'art. 2381, co. 5; e, più in generale, l'art. 2086, co. 2, c.c.), quanto al tempo, all'oggetto e alle modalità di erogazione dell'informazione.

L'assetto organizzativo dovrà in altri termini contemplare: *(a)* quanto al tempo, almeno la periodicità dell'informazione (in particolare, degli amministratori delegati nei confronti del consiglio e cioè dei deleganti): periodicità per la quale la legge fissa una soglia minima semestrale, rimettendo allo statuto la determinazione in concreto della regola "adeguata" in relazione alla complessità strutturale dell'impresa, alle sue dimensioni o all'oggetto della sua attività; *(b)* quanto all'oggetto, la tipologia e le caratteristiche qualitative e quantitative delle operazioni, precisando il criterio normativo generale (e alquanto vago) del "maggior rilievo" ed identificando le soglie dimensionali rilevanti (*i.e.*, al di sopra delle quali vige l'obbligo dei delegati di riferire al consiglio), tanto con riferimento alle operazioni compiute direttamente dalla società, quanto con riferimento a quelle compiute da società controllate (e qui precisando se l'informativa debba riguardare ad es. le sole controllate dirette o anche quelle indirette, le sole controllate sottoposte alla medesima giurisdizione o anche quelle con sede all'estero, e così via); *(c)* quanto alle modalità di erogazione delle informazioni, se queste debbano essere fornite (solo) in occasione di riunioni del consiglio d'amministrazione, ovvero debbano essere rese disponibili (anche) indipendentemente dalle riunioni ed al di fuori dell'organo collegiale; se, a beneficio del o dei nuovi consiglieri, esse debbano riguardare anche operazioni in corso al momento del rinnovo totale o parziale dell'organo; se sia o no prevista la facoltà dei non esecutivi di richiedere chiarimenti ed informazioni ulteriori o supplementari, ed eventualmente con quali modalità e con quali tempi di reazione da parte dei delegati; se, in quali casi o a quali condizioni sia opponibile da parte di questi ultimi il riserbo su determinati dati o notizie attinenti a specifici aspetti della gestione o a specifiche operazioni; se le informazioni possano essere attinte dai deleganti tramite contatti diretti con la "struttura", i.e. con i dirigenti e funzionari preposti ai diversi uffici e, nel caso, le modalità di svolgimento di tali contatti.

Nella prospettiva testé delineata, il ricorso allo strumento, concettuale e pratico, dell'assetto organizzativo potrebbe contribuire a riempire di contenuto sostanziale il dovere dell'amministratore non esecutivo di agire informato, senza sottoporlo a prestazioni di diligenza ai limiti della inesigibilità.

Altrimenti detto, ferma in ogni caso la rilevanza, ai fini che qui interessano, del dovere di attenzione nei confronti di segnali di allarme *oggettivamente* percepibili alla stregua del criterio della diligenza professionale che è "richiesta dalla natura dell'incarico", ciò che si potrebbe e dovrebbe esigere dall'amministratore privo di compiti esecutivi, in generale e cioè anche prima o in assenza di detti segnali, è la diligente ed attenta partecipazione all'attività di "valutazione" dell'assetto

organizzativo che sarà stato istituito e "curato" dall'amministratore delegato (ovvero alla cura diretta dello stesso nel caso in cui siano rilevate carenze o inefficienze) [21] in punto di flussi informativi operanti fra gli organi e, più ampiamente, all'interno della struttura dell'impresa.

La valutazione collegialmente condivisa di un siffatto assetto, ben calibrato sulle esigenze e sulle dimensioni dell'impresa, presidiato da regole puntuali sui tre ambiti sopra menzionati, dovrebbe consentire, più agevolmente e con minori rischi di "fallimento" rispetto allo sforzo continuativo di attingere informazioni in ogni possibile direzione, la percezione e la rilevazione, da parte dei deleganti, di "scostamenti" rispetto alla struttura ed ai contenuti del flusso informativo prefigurati nell'assetto, e dunque di lacune, di anomalie ed in generale di carenze o insufficienze nell'informazione, anche quando manchino o non siano agevolmente percepibili dall'esterno elementi oggettivamente tali da generare allarme o da segnalare un pericolo. I fatti e le operazioni gestorie che rispondano ai parametri individuati nell'assetto organizzativo relativo alla circolazione endosocietaria delle informazioni non dovrebbero quindi in alcun modo sfuggire alle "maglie" dello stesso [22].

La diligenza professionale richiesta all'amministratore non esecutivo [23] dovrebbe pertanto esprimersi, oltre che nella valutazione dell'assetto, anche in forma dinamica, attraverso un processo che si ripete nel tempo per adattare il presidio organizzativo in questione alle mutate e mutevoli esigenze dell'impresa, nella lettura attenta delle informazioni che esso restituisce e sulle quali l'amministratore è legittimato a fare affidamento, sul presupposto che l'assetto organizzativo in questione sia stato ben costruito, nel rispetto del canone legale dell'adeguatezza.

---

[21] Altrimenti detto, qualora, nell'esercizio dell'attività di valutazione ad essi demandata, gli amministratori privi di deleghe gestorie rilevino una insufficiente "cura" (in particolare) dell'assetto organizzativo di cui si discorre da parte dell'organo delegato, essi potranno (e dovranno) sollecitare il consiglio di amministrazione ad esercitare, nei confronti di quest'ultimo, i poteri di direttiva e persino di avocazione riconosciutigli dall'art. 2381. Al riguardo, mi sembra del tutto condivisibile l'opinione di chi afferma che la previsione nell'art. 2381 di un doppio livello di competenze (cura/valutazione), riferito agli assetti organizzativi, amministrativi e contabili della società, nel caso in cui sia stato adottato il modello dell'amministrazione delegata, non esclude che il consiglio possa (decidere di non limitarsi alla valutazione e di) avocare a sé la cura di uno o più dei suddetti assetti organizzativi: in tal senso, P. Abbadessa, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, cit., 496-497.

[22] Nella prospettiva qui adottata l'istituzione (ad opera dei delegati) e la validazione (da parte dei deleganti) di un adeguato assetto organizzativo in punto di flussi informativi all'interno dell'impresa è qualcosa di più rispetto alla mera "procedimentalizzazione" dei flussi informativi disposta, con la riforma del 2003, dal co 3 dell'art. 2381, che invece taluni ritengono sufficiente ai fini di dar luogo ad "un vero e proprio *safe harbor*" per i deleganti: in tal senso, D. Regoli, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, *Liber amicorum* Pietro Abbadessa, vol. 2, Utet Giuridica, 2014, 1121 ss., 1147-.

[23] Diligenza da parametrare anche in questo caso, come in via generale stabilito dall'art. 2392 c.c., secondo il criterio delle specifiche competenze di cui l'amministratore è in possesso.

7. *L'adeguatezza di tale assetto e lo sforzo profuso dal delegante nell'assicurarla giustificano l'affidamento (allora "ragionevole") del delegante nelle informazioni ricevute*

Il cerchio della riflessione sin qui svolta si chiude sulla parola "affidamento", che, accompagnata dall'aggettivo "ragionevole", costituisce il cuore della disposizione introdotta dal d.lgs. n. 47/2026 all'ultimo comma dell'art. 2381 *ter* (intitolato, come si è già ricordato, alla "informazione consiliare"): pur in un contesto in cui viene ribadito in termini univoci il dovere di tutti gli amministratori, quindi anche dei non esecutivi, di agire informati, si riconosce, mi pare, in maniera chiara ed univoca, che l'osservanza di detto dovere non richiede necessariamente ai non esecutivi uno sforzo permanente, a carattere quasi inquisitorio, di attivazione in tutte le direzioni alla ricerca di qualsiasi tipo di informazione che possa risultare utile alla rilevazione di eventuali anomalie.

Se, infatti, le informazioni sono ricevute dagli amministratori privi di deleghe "in conformità alle previsioni della legge e dello statuto", il fare affidamento [24] sulle stesse, tenuto anche conto delle loro specifiche competenze [25], è considerato comportamento ragionevole, quindi legittimo: non si può perciò contestare a detti

---

[24] Cfr. P. Montalenti, *Le principali novità introdotte dalla legge Capitali*, in *Corporate Governance*, 2026, 285, 288 ss.; e già con riferimento alla normativa previgente, Id. , *Tutela delle minoranze, interesse sociale e sistemi di controllo*, in *Riv. dir. soc.*, 2015, 510, ove si legge che "sindaci – e amministratori – come in altri ordinamenti è espressamente codificato, sono legittimati a fare affidamento su reports, opinions informative ricevute da dirigenti, quadri, professionisti, revisori, soggetti qualificati in genere nei diversi segmenti in cui si articola l'attività d'impresa (cfr. il principio "*directors are entitled to rely*" § 4.02. *American Law Institute, Principles of Corporate governance*)"; Id., Corporate governance, *sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc*, 2015, 120 ss.; Id., *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ*., I, 2015, 779 ss. e in *Impresa. Società di capitali. Mercati finanziari*, Giappichelli, 2017 (da cui cito), 41, 42 ss.; F. Barachini, *Le società per azioni, Codice civile e complementari*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, tomo I, Giuffrè, 2016, *sub* art. 2381, 11, 1211; M. Stella Richter jr., *La informazione dei singoli amministratori*, cit., 339 ss.; U. Tombari, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'amministrazione nella s.p.a. quotata*, in *RDS*, 2020, 323 ss., 335-336. Sulla stessa linea di ragionamento v., con riferimento alla recente novella, G. Strampelli, *Diritto societario e gestione collettiva del risparmio*, relazione al convegno su *La riforma della disciplina della gestione collettiva del risparmio*, Roma, Banca d'Italia, 30 gennaio 2026, 6 ss. (del dattiloscritto consultato grazie alla cortesia dell'autore). Da ultimo sul tema è intervenuto V. Cariello, *Del ragionevole affidamento informativo degli amministratori non esecutivi ("dentro" e "oltre" l'art. 2381-ter, co. 4, c.c.).* in *Riv. dir. soc.,* 3/2026, 589 ss., del quale non si è potuto tener conto ai fini del presente lavoro, perché ne ho avuto conoscenza soltanto a bozze già corrette, dunque nell'imminenza della sua pubblicazione.

[25] Sui problemi interpretativi sollevati dal riferimento, nel disposto dell'art. 2381 *ter*, ultimo comma, alle "specifiche competenze" degli amministratori, si rinvia per il momento a P. Montalenti, *Le principali novità introdotte dalla legge capitali*, cit., 289 s.

amministratori di averle assunte a fondamento delle proprie decisioni ed in genere dei propri comportamenti successivi, purché tale affidamento sia coerente con il criterio della diligenza professionale e governato, più in generale, dal principio di ragionevolezza; il che non sarebbe qualora, ad es., sussistessero circostanze o indici oggettivamente rilevabili e tali da indurre a dubitare della veridicità, fondatezza o completezza di quelle informazioni, anche tenuto conto delle rispettive specifiche competenze.

Per legittimare il ragionevole affidamento dei non esecutivi sulle informazioni ricevute, occorre, secondo la disposizione appena introdotta nel nostro codice civile, che queste siano erogate "in conformità alle previsioni della legge e dello statuto".

A me pare che la prospettiva adottata dal legislatore nella recente novella sia del tutto omogenea [26] a quella cui si faceva riferimento nelle considerazioni poc'anzi svolte: per poter contenere in un alveo di ragionevolezza e di concreta esigibilità la prestazione esecutiva dell'obbligo degli amministratori privi di deleghe di agire informati, occorre stabilire un parametro di affidabilità delle informazioni da essi ricevute e su questo tarare l'esattezza dell'adempimento dell'obbligo stesso.

Il parametro è qui costituito, testualmente, dall'essere l'erogazione delle informazioni governata da regole di fonte legale e statutaria. Pur con la cautela imposta dalla novità della disposizione e dalla vaghezza del riferimento alla "conformità" alle previsioni legali e statutarie, a me sembra che essa vada interpretata nel senso dianzi suggerito: nel senso, cioè, che le informazioni ed il relativo flusso sono affidabili, sì da giustificare appunto l'affidamento in essi riposto dai deleganti, nella misura in cui si attuino nella cornice e sulla base di una previsione normativa che, a livello di legge primaria ovvero di statuto, ne regoli i profili organizzativi e procedimentali. La fonte primaria è a mio avviso da individuare nella previsione, *rectius* nella prescrizione degli assetti organizzativi adeguati, fra i quali è da includere, secondo la ricostruzione in precedenza proposta, l'assetto avente ad oggetto l'erogazione e la circolazione delle informazioni lungo la struttura dell'impresa e tra gli organi della società; assetto che la legge vuole sia predisposto dai delegati, valutato dai deleganti (che potranno e dovranno, quindi, verificarne la funzionalità o denunciarne eventuali lacune o inefficienze, invitando i delegati a porvi rimedio o addirittura sollecitando l'avocazione del compito di cura da parte del c.d.a.) e vigilato dall'organo di controllo: occorre altresì, aggiungo ora sulla base della novella, che lo statuto richiami espressamente (fra gli altri) questo specifico assetto organizzativo, sia pure *per relationem*, e cioè rinviando agli appositi regolamenti o procedure o protocolli elaborati all'interno dell'impresa [27].

---

[26] Cfr. A. Zanardo, *Modifiche in tema di responsabilità degli organi sociali e di esercizio delle relative azioni*, in *Società*, 2026, 857 ss., 859.

[27] Alla stregua della prospettiva ermeneutica qui suggerita, la nuova disposizione testé introdotta nel

Alle suddette condizioni, il delegante potrà dunque considerare affidabili le informazioni che riceve; e potrà essere considerato c*ompliant* con il suo dovere di diligenza professionale richiesta dalla natura dell'incarico e con il dovere di agire informato, con la conseguente esclusione della sua responsabilità [28], se, affidandosi a tali informazioni, si asterrà dall'andare alla ricerca di qualunque altra che non abbia in ipotesi mai ricevuto [29], salvo che, ad es. per effetto di circostanze contingenti o sopravvenute rispetto alla istituzione e valutazione dell'assetto organizzativo in questione, la carenza o la lacuna informativa non appaiano immediatamente percepibili e non siano tali da destare allarme, in quanto denotano anomalie macroscopiche, che il richiamato canone della diligenza professionale, sancito dall'art. 2392 c.c., impone in ogni caso di rilevare e di non trascurare.

co. 4 dell'art. 2381 *ter* si porrebbe in linea di continuità con l'impostazione proposta nelle pagine precedenti e potrebbe realmente considerarsi funzionale ad un incremento del livello di "bontà" ed efficienza della *governance* societaria, come sostenuto, ad es., da M. Bini, *Con l'introduzione dell'art.2381-ter c.c. la* governance *societaria è destinata a migliorare o a peggiorare*? in *Società*, 2026, 851 ss., 856.

[28] Il nuovo testo dell'art. 2392, co 2, fa infatti salvo non solo quanto disposto dall'art. 2381 *bis*, oggi art. 2381, co. 3, ma anche (qui sta la novità, sistematicamente assai rilevante: nello stesso senso P. Montalenti, *Le principali novità introdotte dalla legge capitali*, cit., 288, 289) il disposto dell'ultimo comma dell'art. 2381 *ter*. Cfr. G. Strampelli, *Diritto societario e gestione collettiva del risparmio*, cit., 5; A. Bertolotti, *La riforma del t.u.f. e del codice civile*, Zanichelli, 2026, 221 s.

[29] Vagando a guisa di ispettore in tutte le sedi della società e delle sue controllate, in Italia e all'estero: cfr. M. Stella Richter, *La informazione del singolo amministratore*, cit., 337.

L'organizzazione dei controlli nelle società quotate e nelle banche. Funzioni, poteri e responsabilità dopo le recenti riforme

The organisation of corporate controls in listed companies and banks: functions, powers and liability after the recent reforms

Aurelio Mirone*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-3

ABSTRACT

Il saggio esamina le recenti modifiche alla disciplina dei controlli nelle società quotate e nelle banche, con particolare riguardo alla riforma del t.u.f. attuata dal d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, e alla novella dell'art. 2407 c.c. L'analisi si concentra sul rapporto tra doveri, poteri e responsabilità degli organi di controllo, sulla differenziazione dei sistemi di amministrazione e controllo e sulla distribuzione delle competenze nel sistema dei controlli interni. Specifica attenzione è dedicata alla posizione degli amministratori non esecutivi e al nuovo criterio del ragionevole affidamento sui flussi informativi, nonché, nel settore bancario, ai rapporti tra collegio sindacale e funzioni aziendali di controllo. Il confronto tra disciplina delle società quotate e regolazione bancaria consente di mettere in luce convergenze e differenze nell'evoluzione dell'organizzazione dei controlli e nella definizione delle rispettive sfere di competenza e responsabilità.

This article examines recent reforms concerning corporate controls in listed companies and banks, with particular reference to the reform of the Italian Consolidated Law on Finance (t.u.f.), enacted by Legislative Decree No. 47 of 27 March 2026, and to the

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Catania; e-mail: aumirone@lex.unict.it.

Relazione al seminario *La responsabilità dei "controllori". Una riflessione alla luce del diritto vigente e delle prospettive di riforma. Incontro di studio dedicato a Berardino Libonati*, tenutosi il 9 dicembre 2025 alla Sapienza Università di Roma. La relazione, tenuta prima dell'emanazione del d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, è stata aggiornata con i riferimenti al testo normativo definitivo.

amendment of Article 2407 of the Italian Civil Code. The analysis focuses on the relationship between the duties, powers and liability of supervisory bodies, the differentiation among corporate governance systems, and the allocation of responsibilities within the internal control system. Particular attention is devoted to the position of non-executive directors and to the new principle of reasonable reliance on information flows, as well as, in the banking sector, to the relationship between the board of statutory auditors and internal control functions. The comparison between the rules governing listed companies and banking regulation highlights convergences and differences in the evolving organisation of corporate controls and in the allocation of their respective functions and responsibilities.

SOMMARIO:

1. Introduzione: banche e società quotate nella recente evoluzione dei controlli societari. – 2. La responsabilità dei sindaci tra novella dell'art. 2407 c.c. e riforma del t.u.f. – 3. I sistemi "alternativi" di amministrazione e controllo dopo la riforma. – 4. I doveri dell'organo di controllo e il sistema dei controlli interni. – 5. I poteri di reazione dell'organo di controllo. – 6. Amministratori non esecutivi, flussi informativi e ragionevole affidamento. – 7. I sindaci delle banche e l'affidamento sulle informazioni delle funzioni aziendali. – 8. Conclusioni.

1. *Introduzione: banche e società quotate nella recente evoluzione dei controlli societari*

La disciplina dei controlli nelle società quotate e nelle banche presenta significativi punti di contatto, pur trattandosi di ambiti caratterizzati da fonti, finalità e tecniche regolatorie in parte differenti. Il loro esame congiunto trova una giustificazione non soltanto nella circostanza che le principali banche italiane sono società quotate, con la conseguenza che si pongono rilevanti problemi di coordinamento fra le rispettive discipline, ma anche nel processo di costante osmosi che si è da tempo instaurato fra diritto delle società quotate e disposizioni di vigilanza sulla *governance* bancaria. Un processo che si è sviluppato prevalentemente dal diritto societario delle banche verso quello delle società quotate, attraverso la progressiva estensione al secondo di soluzioni sperimentate nel primo [1].

Le recenti riforme consentono di verificare come questo rapporto si rifletta sulla nuova disciplina dei controlli societari. La novella dell'art. 2407 c.c. e, soprattutto, la riforma del t.u.f. e della disciplina codicistica delle società di capitali attuata con

[1] P. Montalenti, *La* corporate governance *degli intermediari finanziari: profili di diritto speciale e riflessi sul diritto societario generale*, in Aa.Vv., *L'ordinamento italiano del mercato finanziario tra continuità e innovazioni*, a cura di V. Calandra Buonaura et al., Giuffrè, 2014, 7 ss. (pubblicato anche in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum *P. Abbadessa*, vol. III, Utet, 2014, 2168 ss.).

il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47 [2], incidono, sia pure da prospettive differenti, su alcuni profili centrali della disciplina dei controlli societari. Più che un esame analitico delle numerose modifiche, interessa pertanto verificare alcune linee di fondo dell'intervento legislativo, anche attraverso il confronto con la disciplina bancaria.

In questa prospettiva, presenta particolare interesse il confronto con alcune riflessioni formulate da Berardino Libonati all'indomani della riforma del diritto societario [3]. Si tratta di indicazioni maturate nell'ambito di una riflessione fortemente influenzata dall'esperienza internazionale e dalla propensione comparatistica, e per questo caratterizzata da una particolare apertura verso le novità introdotte dalla riforma del 2003. Esse possono ancora oggi fornire un utile punto di riferimento per leggere alcune delle scelte compiute dal legislatore e, soprattutto, per valutare criticamente alcuni nodi rimasti aperti.

Un primo profilo riguardava la valorizzazione dell'autonomia dei sistemi alternativi rispetto al modello tradizionale, dalla quale Libonati faceva discendere la necessità di preservare e valorizzare le differenze di disciplina fra i diversi sistemi. In questa prospettiva, dualistico e monistico venivano considerati maggiormente adatti alle società quotate – il primo soprattutto per le società a base frazionata, il secondo per quelle a base polverizzata – sul presupposto che, una volta sottratto al collegio sindacale il controllo contabile, la funzione dei sindaci rischierebbe di sovrapporsi, non sempre utilmente, a quella degli amministratori non esecutivi. Comune ai due sistemi alternativi era inoltre la riflessione circa la condivisione intraorganica di gestori e controllori, sia pure, rispettivamente, attraverso due distinti centri di azione o all'interno di un unico organo [4].

Particolare apprezzamento veniva manifestato per il sistema monistico, sul presupposto che la presenza dei controllori all'interno dell'organo amministrativo avrebbe consentito di realizzare la massima coesione fra le funzioni di amministrazione e controllo, valorizzando la sede collegiale come momento di sintesi. Alla base di questa ricostruzione vi era, del resto, un'idea più generale, che costituisce probabilmente lo spunto più fecondo di quella riflessione: amministrazione e controllo rappresentano entrambe componenti indispensabili dell'attività imprenditoriale, poiché il controllo può consistere nella verifica della regolarità non soltanto

---

[2] Per un primo commento di carattere generale, vedi M. Ventoruzzo, *La riforma del t.u.f. e del codice civile dopo il D. Lgs. n. 47/2026: istruzioni per un uso non ingenuo*, in *Società*, 2026, 749 ss.

[3] Vedi, in particolare, B. Libonati, *Noterelle a margine dei nuovi sistemi di amministrazione della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2008, 281 ss.

[4] Vedi, anche, C. Angelici, *La società per azioni*, I, *Principi e problemi*, in *Tratt. dir. civ comm.*, già dir. da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni, cont. da P. Schlesinger, Giuffrè, 2012, 372 ss.; M. Libertini, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Giappichelli, 2015, 1081 ss.; P. Montalenti, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 427 s.; M.C. Mosca, *I principi di funzionamento nel sistema monistico. I poteri del comitato di controllo*, in *Il nuovo diritto delle società.* Liber amicorum *Campobasso*, vol. 1, Utet, 2006, 738 ss.

di funzioni aliene, ma anche di funzioni proprie, e non può esservi, a monte, efficiente amministrazione senza controllo [5].

Da questa impostazione discendeva anche l'attenzione per il controllo sull'operato degli amministratori esecutivi. Ne era espressione la tesi, rimasta minoritaria nel diritto societario comune, secondo cui dovrebbero riconoscersi autonomi poteri ispettivi a ciascun consigliere di amministrazione.

Non tutte queste indicazioni hanno trovato conferma nell'evoluzione successiva. I sistemi alternativi hanno avuto nel nostro ordinamento una diffusione assai limitata [6]; alcune importanti banche hanno tuttavia adottato il sistema monistico e, soprattutto, la disciplina europea della *governance* bancaria è costruita sulla distinzione fra funzione di gestione e funzione di supervisione strategica e controllo all'interno dell'organo amministrativo, ponendo problemi non irrilevanti di adattamento alle categorie del diritto societario italiano [7]. Analogamente, la tesi dei poteri ispettivi dei singoli amministratori non esecutivi non si è affermata nel diritto societario comune, mentre indicazioni sensibilmente più rigorose sono emerse, pur in un quadro non sempre lineare, nella disciplina e nella giurisprudenza relativa alle società bancarie [8].

Il diritto bancario costituisce così un significativo terreno di verifica di alcune delle indicazioni richiamate e, al tempo stesso, un utile termine di confronto per valutare le scelte compiute dalle recenti riforme. Non si tratta, naturalmente, di misurarne la maggiore o minore corrispondenza con il pensiero di Libonati, quanto di utilizzare alcuni degli spunti allora formulati per verificare la direzione assunta dalla disciplina dei controlli societari.

Da questo punto di vista, assumono particolare rilievo il rapporto fra estensione dei doveri e responsabilità dei controllori, l'effettiva differenziazione dei sistemi di amministrazione e controllo, la collocazione dell'organo di controllo rispetto al sistema dei controlli interni e, infine, la posizione degli amministratori non esecutivi. Sono profili sui quali le recenti riforme offrono indicazioni non sempre univoche e rispetto ai quali il confronto fra società quotate e banche può risultare significativo.

---

[5] In questa direzione, da ultimo, il lavoro monografico di L. Furgiuele, *Funzione di amministrazione e poteri di controllo nella società per azioni*, Giuffrè, 2025.

[6] S. Alvaro, D. D'Eramo, G. Gasparri, *Modelli di amministrazione e controllo nelle società quotate. Aspetti comparatistici e linee evolutive*, *Quaderni giuridici Consob*, n. 7, 2015, 76 ss.; M. Irrera, *I modelli di amministrazione e controllo delle società per azioni e la gestione della società*, in *Tratt. società*, diretto da V. Donativi, t. II, Utet, 2022, 1504 s.

[7] In arg., tra gli altri, A. Mirone, *Regole di governo societario e assetti statutari delle banche tra diritto speciale e diritto generale*, in *Banca impr. soc*, 2017, 33 ss.; M. Stella Richter jr, *I sistemi di controllo delle banche tra ordinamento di settore e diritto comune*, in *Riv. soc.*, 2018, 320 ss.

[8] A. Mirone, *La responsabilità degli amministratori nelle società bancarie*, in *Banca borsa tit. cred*., 2025, 397 ss.; M. Houben, *Il dovere di agire informato degli amministratori non esecutivi delle banche*, in *Banca impr. soc.*, 2018, 263 ss.; M. De Poli, *Amministratori non esecutivi di banca e violazione del dovere di agire in modo informato*, in *Giur. comm.*, I, 2022, 446 ss.

2. *La responsabilità dei sindaci tra novella dell'art. 2407 c.c. e riforma del t.u.f.*

Un primo profilo sul quale le recenti riforme sollecitano qualche riflessione riguarda la responsabilità dei sindaci. La novella dell'art. 2407 c.c., introdotta dalla legge 14 marzo 2025, n. 35, ha compiuto una scelta netta, limitando, al di fuori delle ipotesi di dolo, la responsabilità dei sindaci ad un multiplo del compenso annuo percepito, secondo gli scaglioni stabiliti dalla legge [9]. La modifica è intervenuta senza una corrispondente rimodulazione dei doveri e dei poteri dell'organo di controllo e dovrebbe pertanto essere letta, quanto meno nelle intenzioni, più che come un ridimensionamento della funzione sindacale, come un tentativo di riequilibrare il rapporto tra l'ampiezza dei compiti attribuiti ai sindaci e il rischio patrimoniale connesso all'assunzione della carica.

Al di là dei problemi posti dalla tecnica prescelta e dai criteri di quantificazione del limite [10], la scelta legislativa muove infatti da un problema reale. Alla progressiva estensione dei compiti del collegio sindacale si è accompagnata una ricostruzione particolarmente rigorosa della relativa responsabilità, con il rischio di determinare una sproporzione fra l'impegno concretamente esigibile dal controllore e un'esposizione risarcitoria potenzialmente assai elevata. Da qui l'obiettivo di evitare il fenomeno di selezione avversa nella scelta dei sindaci, rappresentato dal disincentivo dall'assunzione della carica per i professionisti maggiormente qualificati, con conseguenti fenomeni di *race to the bottom*. La limitazione della responsabilità non vorrebbe comportare dunque, almeno necessariamente, una riduzione

[9] I commenti alla riforma, pur recente, sono già molto numerosi. Tra gli altri, S. Ambrosini, *Vincolo di solidarietà, danno risarcibile e prescrizione nel nuovo art. 2407 c.c.*, in *Società*, 2025, 658 ss.; Assonime, *La nuova disciplina sulla responsabilità civile dei sindaci*, Circolare n. 18, 24 luglio 2025, *assonime.it*; A.R. Adiutori, *La vigilanza del collegio sindacale: merito, correttezza e legalità con alcuni cenni sul novellato art. 2407 cod. civ.*, in *Riv. dir. comm*., 2025, 533 ss.; L. Benedetti, *La nuova responsabilità dei membri del collegio sindacale: alcune prime considerazioni sistematiche*, in *Dirittodellacrisi.it*, 2025, 4 ss.; N. de Luca, M. Houben, *Limitazione di responsabilità dei sindaci: una medicina con effetti collaterali maggiori degli effetti curativi?*, in *Società*, 2025, 642 ss.; E. Fregonara, *I nuovi (labili) confini della responsabilità dei sindaci, e i revisori?*, in *Giur. it*., 2025, 1807 ss.; G. Guizzi, *Lobbying e diritto societario: note critiche intorno alla proposta di riforma dell'art. 2407 c.c.*, in *Riv. soc*., 2024, 256 ss.; A. Picciau, *La nuova disciplina della responsabilità dei sindaci: appunti su profili letterali e sistematici*, in *Società*, 2025, 644 ss.; R. Rordorf, *La responsabilità dei sindaci alla luce del novellato art. 2407 c.c.*, in *Società*, 2025, 627 ss.

[10] Sui quali sono intervenute, come noto, Cass. 22 gennaio 2026, n. 1390 e 1392. Per un commento, v. S. Ambrosini, *La non retroattività del nuovo art. 2407, c. 2, c.c., nel "parto gemellare" della Cassazione*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 2026, 1 ss.; G. Rugolo, *Un nuovo capitolo della responsabilità dei sindaci: osservazioni a margine delle pronunce gemelle della Cassazione*, in corso di pubblicazione su *Banca borsa tit. cred.*, 2026 (letto grazie alla cortesia dell'A.).

degli *standard* di diligenza, ma intervenire sul diverso piano delle conseguenze patrimoniali derivanti dalla loro violazione [11].

Rispetto a questa impostazione, la successiva riforma del t.u.f. introduce un elemento di disarmonia difficilmente razionalizzabile [12]. Il nuovo art. 151.2 t.u.f. prevede infatti, per i componenti del collegio sindacale delle società quotate, la responsabilità solidale con gli amministratori per i fatti o le omissioni di questi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità ai doveri inerenti al loro incarico, disponendo espressamente l'applicazione di tale disciplina in luogo dell'art. 2407, co. 2, c.c. Il legislatore del 2026 ha dunque neutralizzato, per le società quotate, l'intervento normativo approvato appena un anno prima.

La scelta non è priva di motivazione. La relazione illustrativa richiama la particolare complessità dei sistemi di controllo interno delle società quotate, la rilevanza delle operazioni sottoposte alla vigilanza dei sindaci, la pluralità delle normative applicabili e la presenza di un azionariato frazionato, privo di effettivi strumenti di monitoraggio diretto della gestione. In questo contesto, la limitazione della responsabilità potrebbe, secondo la relazione, determinare una sottovalutazione del rischio o comunque un minore impegno nell'esercizio della funzione, in un contesto caratterizzato dalla esigenza di tutela del risparmio [13].

Tali argomenti potrebbero giustificare la previsione di una disciplina speciale, ma non sembrano risultare coerenti con la soluzione prescelta. La complessità dei controlli e la potenziale rilevanza dei danni costituiscono certamente ragioni per assicurare l'effettività della funzione sindacale, ma sono al tempo stesso proprio le circostanze che possono accentuare la sproporzione fra rischio risarcitorio e impegno concretamente esigibile, che la novella dell'art. 2407 ha inteso correggere. Né sembra perdere rilievo, nelle società quotate, l'esigenza di evitare che un'esposizione patrimoniale difficilmente prevedibile – e potenzialmente ancor più ingente che nelle non quotate – scoraggi dall'assunzione dell'incarico i professionisti più qualificati. La specialità delle quotate può dunque giustificare un regime più rigoroso; meno persuasiva appare la scelta di escludere integralmente il limite, anziché

[11] Tra gli altri, nel senso della ragionevolezza degli obiettivi della norma, N. de Luca, M. Houben, *Limitazione di responsabilità*, cit., 642. In senso fortemente critico, G. Guizzi, *Lobbying e diritto societario*, cit., 254 s., il quale evidenzia come di fatto la riforma possa ridurre sensibilmente gli *standard* di diligenza effettivi.

[12] Conf. A. Zanardo, *Modifiche in tema di responsabilità degli organi sociali e di esercizio delle relative azioni*, in *Società*, 2026, 861 ss.; G.M. Buta, *La riforma degli organi di controllo tra unificazione della funzione di vigilanza e differenziazione dei modelli di governance*, relazione al convegno dell'Associazione Gianfranco Campobasso *La riforma del testo unico della finanza: lineamenti e prospettive*, Pescara, 18-19 settembre 2026, dattiloscritto letto grazie alla cortesia dell'A., 21 ss.

[13] L'Atto del Governo, *Riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile e disposizioni di coordinamento*, 2025, n. 331, 57.

prevederne, eventualmente, una diversa modulazione o adottare altri criteri per mitigare il rischio delle azioni di responsabilità.

La disarmonia emerge con ancora maggiore evidenza nel settore bancario. Ai sindaci delle banche non quotate si applica, in linea di principio, il limite previsto dall'art. 2407 c.c.; quelli delle banche quotate ne rimangono invece esclusi per effetto dell'art. 151.2 t.u.f.

Si determina così, all'interno dello stesso settore, un doppio regime di responsabilità civile fondato sulla quotazione, nonostante entrambe le categorie di banche siano sottoposte alla disciplina prudenziale e i rispettivi organi di controllo siano chiamati a svolgere una funzione particolarmente incisiva, nel quadro della disciplina prudenziale e dello specifico raccordo con l'autorità di vigilanza [14]. La quotazione aggiunge certamente ulteriori interessi, legati alla tutela degli investitori e al corretto funzionamento del mercato, ma non è evidente perché tale elemento debba determinare il passaggio da una responsabilità fortemente limitata a una responsabilità "integrale". L'anomalia appare tanto più significativa se si considera che già la natura bancaria dell'impresa comporta un'intensificazione dei doveri di controllo e il presidio di interessi ulteriori rispetto a quelli dei soci.

Per le banche non quotate potrebbe, pertanto, prospettarsi una diversa criticità: che il limite della responsabilità civile finisca per ridurre l'efficacia deterrente della responsabilità e, conseguentemente, gli incentivi ad un esercizio rigoroso della funzione di controllo. Anche questa preoccupazione sembra tuttavia destinata ad assumere, nel settore bancario, un peso relativo. Alla responsabilità risarcitoria si affianca infatti un autonomo sistema sanzionatorio amministrativo, non inciso dalla novella dell'art. 2407, che ha mostrato un elevato livello di deterrenza, senz'altro maggiore rispetto a quella riconducibile alle azioni civili di responsabilità civile.

È significativo, sotto questo profilo, l'atteggiamento assunto dalla giurisprudenza in materia di sanzioni amministrative. È noto, infatti, che larga parte dei procedimenti sanzionatori nei confronti degli esponenti bancari coinvolge anche i componenti del collegio sindacale e che il tasso di accoglimento delle relative impugnazioni risulta assai basso, se non irrisorio [15]. A ciò si accompagna un orientamento giurisprudenziale che tende a ricostruire i doveri dei sindaci delle banche in termini particolarmente rigorosi, richiedendo una vigilanza continuativa sui fatti di gestione e sul sistema dei controlli interni, senza riconoscere particolare rilievo alle dimensioni dell'impresa e giungendo, in alcune pronunce, a

[14] Vedi M. Stella Richter jr, *I sistemi di controllo*, cit., 329 ss., il quale rileva una diversa *ratio* dei controlli interni nelle banche, strettamente correlata al principio di sana e prudente gestione e quindi alla tutela dei creditori.

[15] S. D'Amato, R. Giannizzari, *L'inefficacia del controllo del collegio sindacale. Una evidenza empirica dal settore bancario italiano*, in *Banca impr. soc.*, 2014, 225 ss., secondo cui l'85% dei procedimenti coinvolge(va) anche l'organo di controllo.

richiedere controlli sostanzialmente analitici anche in assenza di specifici campanelli d'allarme [16].

Un'applicazione eccessivamente rigorosa di tali principi (sulla quale si tornerà *infra*, § 7) finisce sovente per imputare ai sindaci singole irregolarità indipendentemente dalla loro concreta percepibilità e richiedere verifiche autonome e generalizzate sulle informazioni aziendali [17]. A ciò si aggiunge la difficoltà di sindacare in sede di legittimità la valutazione del giudice di merito circa l'effettiva esigibilità del comportamento richiesto. L'impatto concreto della novella dell'art. 2407 sugli *standard* di diligenza dei sindaci delle banche dovrebbe pertanto risultare relativamente contenuto: essi continuano ad essere definiti dalla disciplina prudenziale e da un apparato sanzionatorio e giurisprudenziale particolarmente rigoroso.

Rimane l'anomalia del doppio regime applicabile alle banche. Se la limitazione della responsabilità civile è ritenuta compatibile per le banche (non quotate), nonostante l'esistenza di doveri di controllo particolarmente intensi e la rilevanza di interessi esterni rispetto a quelli dei soli azionisti, le ulteriori esigenze di tutela proprie del mercato avrebbero potuto essere considerate nelle società quotate attraverso una diversa modulazione del limite o altre tecniche di mitigazione del rischio, senza rinunciare del tutto alle ragioni di proporzionalità che hanno ispirato la novella dell'art. 2407.

Sotto questo profilo, la riforma del t.u.f. avrebbe potuto rappresentare anche l'occasione per un migliore coordinamento con la novella codicistica e per correggere almeno alcune delle incoerenze della nuova disciplina della responsabilità sindacale, già ampiamente segnalate dalla dottrina. La soluzione accolta lascia invece aperta la questione di fondo del corretto rapporto fra intensità dei doveri di controllo ed estensione della responsabilità patrimoniale.

3. *I sistemi "alternativi" di amministrazione e controllo dopo la riforma*

Un secondo profilo riguarda i sistemi di amministrazione e controllo. Anche sotto questo aspetto il confronto con le indicazioni di Libonati richiamate in apertura appare particolarmente utile. Uno dei tratti caratterizzanti della sua lettura della

[16] Di recente, Cass. 14 marzo 2025, n. 6887, e Cass. 28 marzo 2025, n. 8229, in *Società*, 2025, 683, con nota di A.A. Dolmetta, *Procedure sanzionatorie e responsabilità per fatto proprio dei sindaci di banca. Questioni*, 692 ss. V., inoltre, Cass. 19 maggio 2022, n. 16276 e Cass. 18 febbraio 2022, n. 5347, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, II, 209, con nota critica di M. Houben, *Due questioni in materia di controlli interni nelle società bancarie: funzioni aziendali di controllo interno e persistenza dei doveri di controllo dei sindaci; declinazione variabile del dovere di agire in modo informato degli amministratori non esecutivi.*

[17] M. Ghilardi, *I principi di corretta amministrazione e di adeguatezza dell'assetto organizzativo e i doveri di vigilanza dei sindaci delle banche sul sistema dei controlli interni*, in *Banca borsa tit. cred.*, II, 2020, 586 ss.

riforma del 2003 era infatti la valorizzazione – anche sul piano interpretativo – dell'autonomia dei sistemi alternativi rispetto a quello tradizionale e, conseguentemente, delle differenze che avrebbero dovuto giustificarne la scelta [18].

Sotto questo profilo, però, la riforma sembra procedere almeno in parte in controtendenza [19], dato che il nuovo art. 149 t.u.f. detta unitariamente per le società quotate (analogamente a quanto avviene nel codice civile con il nuovo art. 2396 *quinquies*) i doveri dell'"organo di controllo", indipendentemente dal sistema di amministrazione e controllo adottato. La vigilanza sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo, sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo, sull'adeguatezza e sul concreto funzionamento degli assetti – compreso il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi – e sugli ulteriori profili indicati dalla norma viene dunque configurata in termini comuni al collegio sindacale, al consiglio di sorveglianza e al comitato per il controllo sulla gestione. La scelta accentua, in particolare, la distanza fra il sistema monistico italiano e i modelli anglosassoni ai quali esso storicamente si ispira, nei quali l'*audit committee* presenta una fisionomia non sovrapponibile a quella dell'organo di controllo italiano e funzioni maggiormente concentrate sull'informativa finanziaria, sulla revisione e sul sistema dei controlli interni [20]. Essa riproduce, così, un'impostazione già presente nelle Disposizioni di vigilanza per le banche (Circolare n. 285 del 17 dicembre 2013 e s.m.i., Parte prima, Titolo IV), che tendono anch'esse a ricostruire in termini largamente unitari la funzione di controllo, indipendentemente dal modello societario nel quale essa si inserisce.

La medesima tendenza all'uniformazione emerge dalla nuova formulazione dell'art. 148 t.u.f., che riconduce a una disciplina unitaria i requisiti di indipendenza dei componenti dell'organo di controllo, indipendentemente dal sistema di amministrazione e controllo adottato. Non si tratta, sotto questo profilo, dell'introduzione di requisiti prima estranei ai sistemi alternativi, quanto piuttosto della loro riconduzione a una disciplina comune, coerente con la scelta della riforma di configurare unitariamente la funzione di controllo pur nella diversità strutturale dei tre modelli.

Resta invece peculiare della disciplina bancaria un ulteriore elemento di avvicinamento dei sistemi, rappresentato dalle garanzie di stabilità attribuite ai componenti degli organi con funzione di controllo nei sistemi alternativi e, in particolare, dalla regola che ne condiziona la revoca alla sussistenza di una giusta causa [21]. La

---

[18] Nella stessa direzione, C. Malberti, F. Ghezzi, M. Ventoruzzo, *sub* art. 2380, in *Commentario alla riforma delle società*, dir. da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Gli amministratori*, a cura di F. Ghezzi, Egea-Giuffrè, 2005, 39 ss.

[19] Parla di "transtipicizzazione imperfetta", M. Spiotta, *L'organo di controllo come* identikit *del sistema di governance*, in *Società*, 2026, 879 ss.

[20] G. Ferrarini, M. Siri, *Le "molte vite" della* Corporate Governance*: dalle origini del t.u.f. alla legge Capitali*, in *Società*, 2026, 787 s.

[21] Le Disposizioni prevedono invero che la revoca debba essere "debitamente motivata", usando un'espressione più sfumata di quella codicistica, ma di fatto ad essa equivalente nella sostanza

disciplina di vigilanza tende così, ancora più nettamente, a privilegiare l'identità della funzione svolta rispetto alla diversa collocazione organizzativa dei controllori. Il confronto con le banche conferma dunque una linea di tendenza che la riforma delle quotate sembra avere in parte recepito: alla diversità formale dei modelli, che incide soprattutto sull'articolazione della struttura organizzativa societaria, corrisponde una disciplina sempre più uniforme della funzione di controllo in quanto tale.

Sotto questo profilo assume rilievo anche l'evoluzione intervenuta, nel corso dell'*iter* legislativo, circa la nomina del comitato per il controllo sulla gestione. Il testo esaminato al momento della relazione escludeva, per le società quotate, la possibilità di attribuire all'assemblea la nomina dei componenti del comitato. La soluzione, criticata dalla Banca d'Italia [22], sulla base delle Disposizioni di vigilanza che impongono tale soluzione per via statutaria, pur in assenza di una specifica indicazione in tal senso nella CRD [23], appariva invero condivisibile, perché coerente con la natura endoconsiliare del comitato: la nomina assembleare rischia infatti di trasformarlo in un organo autonomo rispetto al consiglio di amministrazione, attenuando quella "condivisione intraorganica di gestori e controllori" che dovrebbe costituire uno dei caratteri qualificanti del sistema monistico.

Il testo definitivo ha però abbandonato questa scelta. Il nuovo art. 148.3, co. 1, t.u.f. (conformemente al regime codicistico dell'art. 2409 *octiesdecies*, co. 1) stabilisce infatti che, "salvo diversa disposizione dello statuto", la determinazione del numero e la nomina dei componenti del comitato spettano al consiglio di amministrazione, lasciando quindi all'autonomia statutaria la possibilità di adottare la diversa soluzione, imposta per via regolamentare alle banche. Viene così meno, nel testo definitivo, proprio una delle poche disposizioni che sembravano muoversi nel senso di una più marcata caratterizzazione del sistema monistico.

Non sembra invece destinata ad avere particolare incidenza pratica la modifica dell'art. 2380 c.c. Il nuovo testo richiede allo statuto di adottare espressamente uno dei tre sistemi – con collegio sindacale, con consiglio di sorveglianza o con comitato per il controllo sulla gestione – facendo così venir meno la precedente soluzione del

(Circolare Banca d'Italia n. 285 del 17 dicembre 2013, Parte Prima, Titolo IV, Capitolo 1, "Governo societario", par. 2.2.d) e 2.3.c).

[22] Commissioni riunite della Camera dei Deputati (II e VI) e del Senato (2°, 6°), *Audizione del Capo del Dipartimento Vigilanza Bancaria e Finanziaria della Banca d'Italia*, Giuseppe Siani, Roma, 26 novembre 2025, 6.

[23] La CRD non impone, nel sistema monistico, l'attribuzione all'assemblea della nomina dei componenti dell'organo con funzione di supervisione strategica (né invero la esclude). Poco significativo è l'art. 88, par. 2, lett. a), CRD, che, con riguardo al *nomination committee*, contempla alternativamente l'approvazione dei candidati (proposti dal comitato) da parte dell'organo di gestione o dell'assemblea generale. Non sembra comunque rinvenibile nella CRD uno specifico fondamento della scelta, operata dalle Disposizioni di vigilanza, di richiedere per le banche che lo statuto attribuisca all'assemblea la nomina dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione.

sistema tradizionale quale modello applicabile in assenza di una diversa scelta statutaria. La modifica ha un indubbio significato sul piano sistematico [24], ma rischia di avere un valore sostanziale assai modesto (ed anzi forse del tutto irrilevante, essendo meramente scolastica l'ipotesi della mancata scelta statutaria del modello). La scarsa diffusione dei sistemi alternativi non è, infatti, dipesa dalla presenza di una regola di *default*, quanto da ragioni più profonde, legate alla tradizione dell'ordinamento, alla familiarità degli operatori con il collegio sindacale e, soprattutto, alla difficoltà di individuare nei sistemi alternativi vantaggi sufficientemente rilevanti da giustificarne l'adozione [25].

La stessa novella dell'art. 2407 c.c., costruita con riferimento al solo collegio sindacale, costituisce un'indicazione significativa della persistente centralità del sistema tradizionale nelle categorie utilizzate dal legislatore e, al tempo stesso, un ulteriore evidente disincentivo all'adozione dei sistemi alternativi, dato che il tetto non si applica ai componenti del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione [26].

In definitiva, sia l'esperienza successiva alla riforma del 2003, sia gli ultimi sviluppi, inducono a una conclusione in parte distante dalla fiducia manifestata da Libonati nei confronti dei sistemi alternativi. Se i vantaggi derivanti dalla possibilità di scegliere fra diverse architetture di governo societario sono stati colti, nella pratica, da un numero assai limitato di imprese, permanendo anche i costi derivanti dalla difficoltà di costruire per tali modelli una solida base applicativa e interpretativa, può dubitarsi che la mera proclamazione della loro pari dignità sia sufficiente a rilanciarli. La riforma del 2026 non sembra, sotto questo profilo, aver risolto il problema di fondo: la pari dignità dei sistemi è stata rafforzata sul piano formale, ma la disciplina della funzione di controllo continua a presentare un grado di omogeneità che ne riduce l'effettiva alternatività (e quindi anche l'utilità) [27].

---

[24] G. Balp, *sub* art. 2380, in *Commentario breve al diritto delle società*, V ed., a cura di M. Cian, C. Sandei, Cedam, 2026, 609 s.

[25] *Ex multis*, come più recente, M. Irrera, *I modelli di amministrazione*, cit., 1504.

[26] Assonime, *Circolare n. 18 del 24 luglio 2025. La nuova disciplina sulla responsabilità civile dei sindaci*, in *Riv. not.*, 2025, 1142 s. Segnala come sia poco razionale anche la mancanza di limiti per i non esecutivi, che sono compartecipi della funzione di *monitoring*, ed hanno minori poteri di indagine e di reazione, G. Guizzi, *Lobbying e diritto societario*, cit., 255 s.

[27] Sul tema dei limiti all'autonomia statutaria, che incide al pari di quello relativo al grado di differenziazione della disciplina di default, L. Schiuma, *Sistemi alternativi di "amministrazione" e "controllo"*, in *Le società per azioni*, a cura di P. Spada, in *Tratt. dir. priv.*, a cura di G. Iudica, P. Zatti, Giuffrè, 2025, 1310 s.

4. *I doveri dell'organo di controllo e il sistema dei controlli interni*

Un profilo di particolare rilievo riguarda la ridefinizione dei doveri dell'organo di controllo nelle società quotate, con riferimento da un lato alla vigilanza sui principi di corretta amministrazione e dall'altro a quella sul sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Quanto al primo aspetto, il nuovo art. 149, co. 1, t.u.f. non contempla più, fra i compiti dell'organo di controllo, la vigilanza sul "rispetto dei principi di corretta amministrazione" [28]. Ad essa viene sostituita la vigilanza sul "corretto funzionamento dell'organo amministrativo" e, in particolare, sulla "diligente osservanza delle regole istruttorie, procedimentali e decisionali elaborate dalle migliori prassi"; rimangono inoltre la vigilanza sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo e quella sull'adeguatezza e sul concreto funzionamento degli assetti, ivi compreso il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni.

La modifica sembra rispondere all'esigenza, di per sé condivisibile, di precisare i confini della funzione di controllo, evitando che la vigilanza sulla corretta amministrazione si trasformi in un sindacato generalizzato sulle scelte gestorie. Essa deve tuttavia essere letta anche in collegamento con la riformulazione dell'art. 2380 *bis* c.c. [29], che distingue più nettamente fra gestione e organizzazione dell'impresa, entrambe affidate alla competenza esclusiva dell'organo amministrativo. Gli assetti organizzativi, amministrativi e contabili costituiscono, in questa prospettiva, soltanto una parte della più ampia funzione organizzativa, che può comprendere anche profili ulteriori, quali i regolamenti consiliari, i regolamenti di gruppo o i codici etici [30].

Letto in questo contesto, l'art. 149 t.u.f. sembra apparentemente chiudere il cerchio della riforma: alla distinzione fra competenze gestionali e organizzative dell'organo amministrativo corrisponde una funzione di vigilanza concentrata sui profili organizzativi e procedimentali, dalla quale tendono invece a restare estranee le scelte propriamente gestionali [31].

---

[28] Sul contenuto di tale profilo del dovere di vigilanza vedi, tra gli altri, S. Fortunato, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e Business Judgement Rule*, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1373 ss.

[29] Cfr. G. Balp, *sub* art. 2380 *bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, cit., 615 s.

[30] Sull'opportunità di tale distinzione, sia consentito rinviare a A. Mirone, *L'esclusività della competenza amministrativa in materia di assetti*, *sub* art. 2086 c.c., in *Comm. c.c. Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di M. Irrera, Zanichelli (in corso di pubblicazione).

[31] Ritiene condivisibile la scelta normativa U. Tombari, *Considerazioni e osservazioni al documento AG 331 sullo schema di decreto legislativo recante "attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori*

È proprio su questa delimitazione che la nuova disciplina suscita, tuttavia, qualche perplessità. Anzitutto, non è immediatamente comprensibile perché una ridefinizione così significativa della funzione di controllo debba riguardare le sole società quotate. Per le società per azioni non quotate continua infatti a operare il diverso dovere della vigilanza sui principi di corretta amministrazione (art. 2396 *quinquies*), determinandosi così una differenziazione della funzione dell'organo di controllo, la cui giustificazione non appare immediatamente riconducibile alle specificità proprie della società quotata [32].

Più in generale, appare difficile accogliere l'idea che l'intera area della gestione possa essere sottratta alla vigilanza dell'organo di controllo [33]. Che a quest'ultimo non spetti un sindacato sul merito in senso proprio delle scelte imprenditoriali è opinione condivisa [34]; altra cosa è escludere che esso debba reagire di fronte a decisioni gestorie incompatibili con elementari criteri sostanziali di razionalità economica [35]. Il confine è tanto più problematico perché, nella pratica, non è sempre possibile separare nettamente il procedimento dalla decisione; una scelta palesemente irragionevole può essere il risultato di un'istruttoria inadeguata, ma potrebbe essere anche assunta in presenza di tutte le informazioni necessarie. La sostituzione del parametro sostanziale della corretta amministrazione con quello delle regole istruttorie, procedimentali e decisionali, rischia dunque di ridurre eccessivamente l'area del controllo [36].

Vi è peraltro il dubbio che quanto espulso dall'art. 149 t.u.f. rientri nel sistema attraverso il diverso parametro legale della diligenza degli amministratori, previsto

---

disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento", *senato.it*, 4, che evidenzia il riferimento della Relazione illustrativa all'opportunità di ridurre per l'organo di controllo "gli oneri regolatori quando non più giustificati e mediante una migliore delimitazione dei suoi compiti" (55).

[32] Ritiene che la norma possa essere intesa "non come espressione di una regola sostanzialmente diversa, ma come più puntuale esplicitazione del parametro della correttezza", G.M. Buta, *La riforma degli organi di controllo tra unificazione della funzione di vigilanza e differenziazione dei modelli di governance*, cit., 8.

[33] In giurisprudenza tende anzi ad affermarsi, in via generale, che il controllo debba essere esteso all'intera gestione societaria, senza esclusioni d'ambito (Cass. 28 agosto 2017, n. 20437; Cass. 24 gennaio 2024, n. 2350).

[34] M. Libertini, *sub* art. 2403, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, vol. II, t. II, Piccin, 2011, 240 e nt. 9.

[35] Sulla necessità di un controllo sul livello di rischio delle decisioni gestionali (profilo diverso dal buon funzionamento del sistema di controllo e gestione dei rischi), M. Centonze, *Il* risk based approach *come metodo di condotta del collegio sindacale*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 866 ss.

[36] Il che non significa negare il processo di progressivo spostamento del controllo (e in parte anche dell'amministrazione) dalla gestione ai profili organizzativi e procedurali: P. Montalenti, *Il sistema dei controlli interni: profili critici e prospettive applicative*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 935 ss.; F. Denozza, *Conflitti e controlli in una società per azioni "complessa"*, *ivi*, 130 ss.; G. Presti, *Di cosa parliamo quando parliamo di controllo?*, in M. Bianchini, C. Di Noia (a cura di), *I controlli societari. Molte regole, nessun sistema*, Egea, 2010, 141 ss.

dall'art. 2392 c.c., e quindi come tale da una norma di legge, il cui rispetto dovrebbe essere pur sempre verificato dall'organo di controllo. Si avrebbe così il risultato, per certi versi paradossale, di espungere dalla disciplina della vigilanza il riferimento più solido ai principi di corretta amministrazione, salvo poi recuperare una valutazione sostanziale della condotta gestoria attraverso il parametro meno perspicuo della diligenza. Con la conseguenza di sostituire un criterio che rinviava più direttamente alle acquisizioni delle scienze aziendalistiche con un parametro di matrice civilistica.

Il confronto con le banche è, ancora una volta, significativo. In questo settore l'eliminazione del riferimento ai principi di corretta amministrazione è destinata ad avere un'incidenza assai più limitata, poiché una parte considerevole di quei principi è tradotta dalle Disposizioni di vigilanza in regole positive e dettagliate di conduzione dell'attività d'impresa [37]. È sufficiente pensare alle politiche di concessione del credito, alle procedure di valutazione del merito creditizio o al rispetto dei requisiti prudenziali. Il controllo sull'osservanza della normativa di settore tende così a coprire una parte assai ampia dell'area che, nelle società comuni, veniva ricondotta ai principi di corretta amministrazione. La peculiarità della regolazione bancaria attenua pertanto sensibilmente gli effetti della modifica dell'art. 149 t.u.f., che fa peraltro espressamente salva la diversa disciplina stabilita dalla normativa di settore.

Il secondo versante della riforma riguarda il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. Il nuovo art. 147 *sexies* t.u.f. introduce per le società quotate una specifica articolazione delle competenze [38]. Gli organi delegati ne "curano il buon funzionamento e l'efficacia"; il consiglio di amministrazione "assicura e valuta il coordinamento" delle funzioni coinvolte, allo scopo di avere una rappresentazione unitaria, tempestiva e sistematica dei rischi; il comitato preposto al controllo dei rischi – ovvero, se previsto, l'amministratore incaricato del sistema – assicura, nei limiti delle rispettive competenze, la "rappresentazione unitaria dei rischi" sulla base delle informazioni provenienti dalle funzioni coinvolte e di idonei indicatori anche non finanziari [39]. A questi tre livelli si aggiunge quello dell'organo di controllo, al quale l'art. 149, co. 1, lett. c), t.u.f. attribuisce la vigilanza sull'adeguatezza e sul concreto funzionamento degli assetti, compreso il sistema di controllo

[37] Nel senso di un processo di normativizzazione di regole aziendalistiche, M. Stella Richter jr, *I sistemi di controllo*, cit., 328 ss.

[38] Sul carattere policentrico del sistema dei controlli nelle società quotate e sui problemi di coordinamento e sovrapposizione fra i diversi soggetti che vi partecipano v., tra gli altri, P. Montalenti, *Il sistema*, cit., 935 ss.; N. Abriani, *Collegio sindacale e "Comitato per il controllo interno e la revisione contabile" nel sistema policentrico dei controlli*, in *RDS*, 2013, 2 ss.

[39] Evidenzia l'importanza del riconoscimento normativo del comitato e delle sue funzioni, A. Genovese, *Il sistema di controllo interno e la gestione dei rischi, nell'ambito delle funzioni gestorie della società*, Relazione al convegno *La corporate governance delle società quotate dopo la riforma del t.u.f.*, Courmayeur, 25-26 settembre 2026, dattiloscritto letto grazie alla cortesia dell'A., 4 ss.

interno e di gestione dei rischi e il coordinamento delle relative funzioni. Ne risulta un'articolazione su quattro distinti centri di competenza [40].

Il profilo più problematico non è, tanto, quello della pluralità dei soggetti coinvolti, di per sé coerente con la crescente articolazione dei controlli, quanto quello dell'esatta delimitazione delle rispettive competenze.

La posizione degli organi delegati sembra apparentemente porsi in continuità con il modello codicistico, nel quale essi già "curano" in via generale gli assetti, il che dovrebbe determinare il riconoscimento di una piena (sia pur "precaria", in quanto permanentemente avocabile) competenza decisionale in materia [41]. Va tuttavia considerato che il dovere di cura è qui più limitato, essendo focalizzato sul buon funzionamento e sull'efficacia del sistema, e pertanto apparentemente sulla sola gestione "ordinaria" dello stesso, piuttosto che su quello della sua "architettura".

Inoltre, mentre il modello codicistico affida (inderogabilmente) al consiglio (quanto meno) la "valutazione" della loro adeguatezza, l'art. 147 *sexies*, co. 2, t.u.f. assegna il compito, apparentemente più specifico – ma al contempo più pregnante – di assicurare e valutare il (solo) "coordinamento" delle funzioni coinvolte nel sistema.

Ne deriva una soluzione non del tutto lineare: al consiglio è attribuita una funzione di coordinamento che, anche per l'impiego del verbo "assicura", sembra eccedere la mera valutazione di adeguatezza propria del modello codicistico, non chiarendo tuttavia se e quali competenze decisionali restino in capo all'organo collegiale; mentre non è espressamente riprodotta, con riferimento al sistema dei controlli interni, quella competenza di valutazione complessiva (qui limitata al solo coordinamento) che costituisce il nucleo della sua posizione nel modello codicistico.

La disciplina speciale delle quotate rischia così di complicare, anziché chiarire, la distribuzione delle funzioni, determinando altresì un disallineamento tra la disciplina generale degli assetti e quella del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Il confronto con il settore bancario rende ancora più evidente il problema. Nelle Disposizioni di vigilanza l'organo con funzione di supervisione strategica conserva una competenza generale di carattere decisionale sull'architettura degli assetti e del

---

[40] Sulla funzione di controllo propria dello stesso organo amministrativo e sulla distinzione fra controllo come direzione e controllo come verifica v. M. Stella Richter jr, *La funzione di controllo del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2012, 663 ss.; P. Montalenti, *Amministrazione e controllo nella società per azioni: riflessioni sistematiche e proposte di riforma*, in *Riv. soc.*, 2013, 42 ss.

[41] Il che non esclude che sia buona prassi, nelle società di grandi dimensioni, incrementare le competenze del consiglio, estendendole alla definizione dell'architettura generale degli assetti ed eventualmente anche alla nomina delle funzioni aziendali di vertice: A. Mirone, *L'esclusività della competenza amministrativa in materia di assetti*, cit.

sistema dei controlli interni, alla quale si accompagnano specifiche competenze sulla nomina delle funzioni aziendali di controllo [42]. Per le banche quotate si pone pertanto un problema di coordinamento fra l'art. 147 *sexies* t.u.f. e la disciplina prudenziale. La disposizione deve essere letta, per tali società, in modo compatibile con le più articolate competenze attribuite all'organo di supervisione strategica dalla disciplina di settore, alle quali dovrebbe pertanto darsi prevalenza, non essendo radicalmente incompatibili con la prima.

Non meno singolare è la posizione attribuita dall'art. 147 *sexies*, co. 3, t.u.f. al comitato preposto al controllo dei rischi. La norma dispone che esso, nei limiti delle competenze assegnate, "assicura" la rappresentazione unitaria dei rischi sulla base delle informazioni provenienti dalle funzioni coinvolte nel sistema e di idonei indicatori anche non finanziari. La formulazione sembra, così, attribuire al comitato una competenza propria, non agevolmente conciliabile con la natura normalmente istruttoria, consultiva e di supporto, propria dei comitati endoconsiliari [43]. Anche sotto questo profilo il confronto con la disciplina bancaria è significativo: le Disposizioni di vigilanza, pur assegnando al comitato rischi compiti particolarmente rilevanti, ne mantengono più chiaramente la funzione di supporto all'organo con funzione di supervisione strategica in materia di rischi e sistema dei controlli interni.

Più convincente appare invece l'attribuzione all'organo di controllo della vigilanza sull'adeguatezza e sul concreto funzionamento del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, prevista dall'art. 149, co. 1, lett. c), t.u.f. La disposizione consolida per le quotate una funzione già acquisita e si inserisce in una più generale evoluzione del diritto societario verso il riconoscimento della centralità degli assetti e del sistema dei controlli interni quale oggetto della vigilanza.

Resta, infine, una differenza strutturale rispetto alle banche. La disciplina prudenziale non si limita a distribuire competenze fra gli organi societari, ma regola anche i rapporti fra questi ultimi e le funzioni aziendali di controllo, tipizzate nel settore bancario [44]: *risk management*, *compliance* e *internal audit*. La loro collocazione nell'architettura dei controlli e i rapporti con gli organi societari sono oggetto di una disciplina specifica. Una regolazione altrettanto analitica non è prevista per le società quotate in quanto tali, né sarebbe agevolmente trasferibile al diritto societario generale, proprio perché presuppone quella tipizzazione normativa delle funzioni aziendali che costituisce una peculiarità dell'ordinamento bancario.

Nel complesso, la riforma sembra dunque muoversi verso una crescente specializzazione e articolazione delle funzioni di controllo, senza che alla moltiplicazione

---

[42] M. Stella Richter jr, *I sistemi di controllo*, cit., 331 s.

[43] M. Houben, *I comitati endoconsiliari*, in *Codice di Corporate Governance. Commentario*, a cura di A. Abu Awwad, F. Bordiga, Giappichelli, 2026, 350 ss.

[44] Tra gli altri, M. Libertini, *Il sistema dei controlli interni nelle banche*, in *La governance delle società bancarie. Convegno in memoria di Niccolò Salanitro*, a cura di V. Di Cataldo, Giuffrè, 2014, 63 ss.; E. Pedersoli, *Il collegio sindacale nelle società per azioni bancarie*, Giuffrè, 2018, 205 ss.

dei soggetti coinvolti corrisponda sempre una altrettanto nitida delimitazione delle rispettive competenze. Il problema non è, in altri termini, il livello di articolazione del sistema, quanto la chiarezza del riparto fra cura, valutazione, coordinamento e vigilanza: profilo sul quale il confronto con la disciplina bancaria mostra, accanto a una maggiore complessità, anche una più precisa definizione dei ruoli.

5. *I poteri di reazione dell'organo di controllo*

Indicazioni di particolare interesse emergono anche sul versante dei poteri di reazione. Significativa, sotto questo profilo, è la nuova disciplina dei rapporti con la Consob, che accentua la proiezione esterna della funzione di controllo, restando invece sostanzialmente immutati i poteri di reazione endosocietari [45].

Il nuovo art. 149, co. 2, t.u.f. impone infatti all'organo di controllo di comunicare senza indugio alla Consob "tutti gli atti o fatti accertati nell'attività di vigilanza che possano costituire una irregolarità nella gestione dell'impresa o una violazione della legge o dello statuto", trasmettendo i relativi verbali e ogni altra documentazione utile. Rispetto alla disciplina precedente, che faceva più sinteticamente riferimento alle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza, la nuova formulazione precisa e, al tempo stesso, amplia i presupposti del dovere di segnalazione.

Un primo profilo riguarda la soglia che fa sorgere l'obbligo [46]. La disposizione distingue infatti l'accertamento dell'atto o del fatto dalla sua qualificazione come irregolarità o violazione. Il primo deve essersi già compiuto nell'esercizio dell'attività di vigilanza; non è invece necessario che l'organo di controllo abbia raggiunto la certezza che il fatto accertato integri effettivamente un'irregolarità, essendo sufficiente che esso "possa" costituirla [47]. La comunicazione alla Consob non sembra pertanto poter essere differita sino alla definitiva qualificazione giuridica del fatto, poiché una simile interpretazione finirebbe per attenuare proprio quella tempestività dell'informazione che la previsione dell'obbligo di comunicazione "senza indugio" appare diretta ad assicurare. Sotto questo profilo, la soluzione presenta una significativa analogia con quella da tempo adottata per le banche [48].

---

[45] Nel senso della perdurante attualità della distinzione tra controlli esterni e interni, L. Furgiuele, (voce) *Controlli esterni e interni*, in *Società*, *Enc. Dir.*, *I tematici*, vol. IX, Giuffrè, 2025, 284 ss.

[46] In senso critico sulla nuova formulazione, v. Assonime, *Audizione presso le Commissioni Giustizia e Finanze di Camera e Senato sullo schema di decreto legislativo per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal t.u.f.*, Consultazioni n. 20/2025, 32 s., secondo cui la disposizione "finisce per ampliare significativamente lo spazio di operatività dell'obbligo e renderne meno certi i confini", con una formulazione che non troverebbe analoghi nel contesto europeo.

[47] Sottolinea la vaghezza della norma, M. Ventoruzzo, *La riforma del t.u.f.*, cit., 752.

[48] Sul raccordo funzionale del collegio sindacale con la Banca d'Italia, cfr. E. Pedersoli, *Il collegio sindacale*, cit., 251 ss.

La formulazione è aggravata dal profilo relativo alla rilevanza dell'irregolarità. La norma non stabilisce alcuna soglia di materialità, riferendosi (invero come in passato) a "tutti" gli atti o fatti accertati che possano costituire un'irregolarità o una violazione. Non sembra agevole introdurre in via interpretativa un requisito di gravità che il legislatore non ha previsto [49]; al tempo stesso, una lettura rigorosamente letterale rischierebbe di ricomprendere nell'obbligo di comunicazione anche violazioni meramente formali o di trascurabile rilevanza [50]. Il problema finisce così per spostarsi dalla gravità dell'irregolarità alla sua rilevanza rispetto alle finalità della vigilanza, potendosi sostenere la necessità di individuare un collegamento (quanto meno indiretto, ma non meramente teorico) fra la regola violata e gli interessi alla cui tutela sono preordinate le funzioni della Consob, con esclusione delle irregolarità prive di tale risvolto.

L'analogia sul piano formale con l'art. 52 t.u.b. non deve, peraltro, occultare la diversità del contesto regolatorio. Nelle banche il riferimento alla gestione si inserisce in un sistema di vigilanza prudenziale che disciplina direttamente numerosi profili dell'organizzazione e della conduzione dell'impresa; la vigilanza della Consob sulle società quotate risponde invece a finalità diverse e non si estende, in via generale, alla conformità delle scelte imprenditoriali a regole tecniche di gestione. La trasposizione nel t.u.f. di una formula così prossima a quella bancaria pone pertanto un problema di delimitazione dell'irregolarità gestoria rilevante ai fini della segnalazione: l'art. 149, co. 2, non può evidentemente essere inteso come fonte di un generale sindacato della Consob sulla gestione societaria, ma richiede di individuare un collegamento – invero non semplice in concreto – fra l'irregolarità segnalata e le funzioni di vigilanza attribuite all'Autorità dall'art. 5 t.u.f.

Un problema connesso riguarda il rapporto fra la segnalazione e la possibile rimozione dell'irregolarità all'interno della società. L'obbligo di comunicazione "senza indugio" sembra ridurre lo spazio per subordinare l'informativa alla Consob al previo esperimento di strumenti correttivi endosocietari. La tempestiva rimozione dell'irregolarità potrà certamente assumere rilievo nella successiva valutazione della vicenda, ma non sembra poter escludere un obbligo di segnalazione già sorto [51]. Sotto questo profilo, la disposizione accentua la dimensione censoria della funzione di controllo: all'organo non è affidato soltanto il compito di favorire il

[49] In tal senso, già, Cass. 17 maggio 2018, n. 12110; Cass. 10 febbraio 2009, n. 3251.

[50] Conf., AMF Italia, *Valutazioni di AMF Italia – Associazioni Intermediari Mercati Finanziari sullo schema di decreto legislativo di attuazione della delega di cui all'art. 19 L. 21/2024, per la riforma delle disposizioni in materia di mercati dei capitali del t.u.f. (D. Lgs. 58/1998), e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel Codice civile, applicabili anche agli emittenti*, prot. 80/25, documento acquisito dalla VI Commissione Finanza della Camera nell'esame dello schema di decreto.

[51] M. Marocchi, *La responsabilità dei sindaci per omessa comunicazione alla Consob*, in *Contratto e impresa*, 2011, 1130 ss.

ripristino della legalità all'interno della società, ma anche quello di assicurare all'autorità di vigilanza una tempestiva conoscenza dei fatti potenzialmente rilevanti.

Significativo è anche il riferimento alle irregolarità "nella gestione dell'impresa". Si determina infatti una non trascurabile asimmetria interna allo stesso art. 149 t.u.f.: la gestione (come si è visto sopra, § 4) tende apparentemente a uscire dalla definizione dei doveri primari di vigilanza del co. 1, che non contempla più il rispetto dei principi di corretta amministrazione, ma riappare nel co. 2 quale possibile ambito del dovere di segnalazione. Ne deriva un problema di coordinamento fra le due disposizioni, che induce nuovamente a ridimensionare la portata dell'esclusione della gestione dall'ambito della vigilanza delineato dal co. 1.

Il co. 2 dimostra, infatti, come la delimitazione dell'oggetto della vigilanza operata dal co. 1 non possa essere spinta sino a rendere irrilevanti gli esiti dell'attività gestoria, quando questi facciano emergere fatti potenzialmente qualificabili come irregolari. Trova così ulteriore conferma la difficoltà, già rilevata, di separare in modo così definitivo – non tanto sul piano logico, quanto su quello della necessità di un'attività di controllo – il profilo dell'adeguatezza del procedimento decisionale e quello della razionalità economica della decisione in sé.

6. *Amministratori non esecutivi, flussi informativi e ragionevole affidamento*

Un ulteriore profilo sul quale la riforma interviene in modo significativo riguarda la posizione degli amministratori non esecutivi e, in particolare, il loro rapporto con i flussi informativi provenienti dall'organizzazione societaria.

Il nuovo art. 2381 *ter*, co. 4, c.c., stabilisce che gli amministratori cui il consiglio non abbia delegato proprie attribuzioni "fanno ragionevole affidamento, anche in relazione alle loro specifiche competenze, sulle informazioni ricevute in conformità delle previsioni della legge e dello statuto".

La norma prende così atto di un dato organizzativo elementare, ma non sempre adeguatamente valorizzato nella ricostruzione dei doveri e delle responsabilità consiliari: la distinzione fra amministratori esecutivi e non esecutivi comporta necessariamente una diversa posizione anche sul piano informativo. Il dovere di agire informati non può essere ricostruito come se ciascun consigliere disponesse direttamente delle medesime informazioni degli organi delegati, né può tradursi, per questa via, in un obbligo generalizzato di autonoma verifica delle informazioni che gli vengono regolarmente trasmesse [52].

[52] Cfr. A. Zanardo, *Modifiche in tema di responsabilità degli organi sociali e di esercizio delle relative azioni*, in *Società*, 2026, 859, secondo cui la norma non comporterebbe conseguenze sul grado di diligenza richiesta ai non esecutivi. Nel senso che la norma possa, tuttavia, assumere importanza "non secondaria sul piano applicativo", E. Fregonara, *La responsabilità degli organi di controllo*

Il "ragionevole affidamento" non determina, peraltro, una deresponsabilizzazione dei non esecutivi, né li trasforma in destinatari passivi dei flussi provenienti dagli esecutivi e dalle funzioni aziendali. Esso opera, piuttosto, all'interno del dovere di agire informati, contribuendo a precisarne il contenuto. L'affidamento è espressamente qualificato dalla legge come ragionevole e deve essere valutato anche in relazione alle specifiche competenze del singolo amministratore: esso non può quindi operare quando le informazioni ricevute presentino anomalie, contraddizioni, incompletezze o altri elementi che, anche alla luce delle competenze del destinatario, rendano necessari ulteriori approfondimenti.

Sotto questo profilo, non appare del tutto persuasiva la posizione critica espressa dalla Banca d'Italia nel corso dell'*iter* della riforma, che ha segnalato il rischio di un depotenziamento del ruolo dei consiglieri non esecutivi e di una loro possibile deresponsabilizzazione [53]. La preoccupazione appare comprensibile nella misura in cui intende preservare il carattere attivo della funzione dei non esecutivi, imposto dalle Disposizioni di vigilanza; meno convincente è, invece, se presuppone che il riconoscimento della possibilità di un "ragionevole affidamento" sui flussi sia incompatibile con tale carattere. La disposizione non riduce i doveri informativi dei consiglieri, ma sembra piuttosto rispondere all'esigenza di commisurarli alla posizione concretamente occupata nell'organizzazione, alle informazioni disponibili e ai poteri effettivamente esercitabili.

La posizione di Banca d'Italia intendeva, evidentemente, difendere l'orientamento giurisprudenziale formatosi nei confronti degli amministratori non esecutivi soprattutto in materia di sanzioni amministrative, ove prevale una ricostruzione particolarmente rigorosa, che tende a richiedere non solo un elevato livello di attenzione sui flussi informativi provenienti dagli organi delegati e dalle funzioni aziendali, ma anche – in alcune ricostruzioni – una particolare capacità di percezione

nella riforma del t.u.f. e del Codice Civile, dirittobancario.it, 6 s. Evidenzia la derivazione statunitense della norma, con particolare riferimento al § 8.30(e) MBCA ed al § 141(e) DGCL, G. Strampelli, *La responsabilità degli amministratori*, relazione al convegno dell'Associazione Gianfranco Campobasso *La riforma del testo unico della finanza: lineamenti e prospettive*, Pescara, 18-19 settembre 2026, dattiloscritto letto grazie alla cortesia dell'A., 6 ss., ove si evidenzia tuttavia che in quell'ordinamento la disposizione si applica anche agli esecutivi e prevede il diverso limite della buona fede (che presuppone la conoscenza effettiva e non anche solo potenziale dei *red flags*), con la conseguenza che ivi il sistema sanziona la sola trascuratezza effettiva e non anche la mera colpa.

[53] *Audizione*, cit., 7: "Nel caso degli intermediari vigilati dalla Banca d'Italia va considerato che gli amministratori non esecutivi sono tenuti a ricoprire un ruolo proattivo, non potendosi relegare questi soggetti a meri recettori passivi di informazioni all'interno dell'organo di amministrazione. Ciò al fine di non indebolire la loro funzione di presidio sulle modalità di esercizio dei poteri delegati, essenziale per preservare una sana dialettica all'interno dell'organo di supervisione strategica. In proposito, si pensi, ad esempio, all'emersione di nuovi rischi anche qualitativi (es. cyber), che richiedono l'attivo contributo delle diverse competenze di cui gli amministratori sono portatori. Si riterrebbe pertanto opportuno l'inserimento, nell'art. 2381-*ter*, di una clausola di salvaguardia per la disciplina settoriale, anche in linea con il quadro regolamentare sovranazionale".

delle anomalie e una verifica assai penetrante delle relazioni degli esecutivi e delle informazioni provenienti dai flussi *bottom up* [54].

Invero, la peculiarità dell'impresa bancaria può certamente giustificare *standard* elevati di attenzione e di attivazione dei non esecutivi, commisurati anche al livello di professionalità richiesto. Da ciò non dovrebbe farsi discendere, tuttavia, che il dovere di agire informati si trasformi in un obbligo generalizzato di verifica autonoma delle informazioni regolarmente prodotte dall'organizzazione. È precisamente fra questi due piani che il criterio del ragionevole affidamento può contribuire a tracciare una distinzione più nitida.

Una diversa ricostruzione rischierebbe, del resto, di entrare in tensione con la stessa logica del sistema dei controlli interni [55]. Quanto più l'ordinamento attribuisce rilievo all'adeguatezza, all'efficacia e all'affidabilità del sistema, tanto meno appare coerente postulare che le informazioni da esso prodotte siano ordinariamente prive di sufficiente attendibilità e debbano essere nuovamente verificate da ciascun destinatario. L'adeguatezza del sistema non garantisce naturalmente la correttezza di ogni singola informazione, ma rende ragionevole, in assenza di elementi di segno contrario, l'affidamento sui flussi che esso produce: se il sistema è complessivamente sano, affidabile ed efficiente, risulta contraddittorio negare in via di principio l'affidabilità delle informazioni che da esso provengono, salva la presenza di elementi che impongano ulteriori approfondimenti.

Il punto non consiste, dunque, nel contrapporre affidamento e controllo, ma nell'individuare quando il primo cessi di essere ragionevole e sorga il dovere di approfondimento. Non è necessario, a questo fine, fare esclusivo riferimento alla tradizionale categoria dei "campanelli d'allarme". Possono assumere rilievo anomalie, contraddizioni, incompletezze o altri elementi che, anche in relazione alle specifiche competenze del consigliere, rendano non più ragionevole l'affidamento. In presenza di tali circostanze il non esecutivo deve attivarsi; in loro assenza, imporre una sistematica duplicazione dei controlli significherebbe vanificare la specializzazione delle funzioni sulla quale è costruita l'organizzazione dell'impresa complessa.

Tali considerazioni aiutano a risolvere una questione delicata, e cioè se la chiusa della norma, aggiunta nel testo finale, secondo cui "[r]esta fermo quanto previsto dalle leggi speciali", ne comporti la disapplicazione per le società bancarie. È verosimile, infatti, che essa sia stata aggiunta proprio al fine di tenere conto delle osservazioni della Banca d'Italia allo schema di decreto legislativo. Tuttavia, non sembra che la regolamentazione bancaria – anche a non voler dare peso alla distinzione tra normativa primaria e secondaria – esprima un principio contrario, e cioè che nelle banche i non esecutivi non possano fare ragionevole affidamento sulle informazioni ricevute in conformità della legge e dello statuto [56].

---

[54] Vedi, anche per i riferimenti giurisprudenziali, A. Mirone, *La responsabilità*, cit., 397 ss.

[55] Conf., tra gli altri, M. Houben, *Due questioni*, cit., 225 ss.

[56] Eccessiva, al contrario, sembra la notazione contenuta nella relazione illustrativa, secondo cui

Del resto, il riferimento alla conformità delle informazioni apre, comunque, significativi spazi all'intervento sanzionatorio, nel caso in cui le informazioni risultino apparentemente ragionevoli sul piano sostanziale (essendo presentate in modo completo e documentato), ma siano espresse in esito a procedure ed assetti organizzativi carenti e inadeguati, viste le significative competenze che la normativa secondaria assegna all'organo di supervisione strategica in materia di assetti [57].

7. *I sindaci delle banche e l'affidamento sulle informazioni delle funzioni aziendali*

La posizione dei sindaci delle banche offre un ulteriore terreno sul quale verificare le conseguenze della crescente articolazione del sistema dei controlli. Pur non essendo direttamente interessati dalla nuova disciplina dell'art. 2381 *ter* c.c., anche rispetto ad essi assume rilievo il rapporto fra vigilanza sull'adeguatezza e sul concreto funzionamento del sistema dei controlli interni e affidabilità delle informazioni da questo prodotte. Il problema si pone in termini particolarmente significativi nel settore bancario, nel quale all'intensità dei doveri dell'organo societario di controllo corrisponde una spiccata specializzazione delle funzioni aziendali di controllo [58].

Soprattutto in materia di sanzioni amministrative, la giurisprudenza ha elaborato una ricostruzione particolarmente rigorosa dei doveri dei sindaci delle banche [59]. Ad essi viene richiesta una vigilanza continuativa sui fatti di gestione e sul sistema dei controlli interni, senza che assumano sempre particolare rilievo le dimensioni e la complessità dell'impresa. L'adeguatezza complessiva del sistema non viene inoltre ritenuta sufficiente a escludere la responsabilità per singole irregolarità, talvolta imputate ai sindaci indipendentemente dalla loro oggettiva percepibilità e sulla base della pretesa che essi svolgano controlli autonomi sulle informazioni aziendali. Ne deriva – anche per i sindaci – uno *standard* di vigilanza particolarmente gravoso, al quale si aggiunge la difficoltà di sottoporre al sindacato di legittimità la

---

la nuova previsione, letta in combinato disposto con l'art. 2392, co. 2, sarebbe addirittura "volta a innalzare il livello di diligenza richiesto nella valutazione dell'adeguatezza delle informazioni ricevute laddove i consiglieri dispongano di specifiche *expertise* in relazione a determinate materie oggetto della discussione consiliare", essendo invece la norma espressione di un principio già immanente nel sistema, pur se tendenzialmente trascurato dalla prassi giurisprudenziale (conf., CNDEC-FNC, *Il decreto di attuazione della legge Capitali. Principali novità del t.u.f. e del Codice Civile*, 28 aprile 2026, 367).

[57] V., tra gli altri, A. Minto, *Assetti organizzativi adeguati e governo del rischio dell'impresa bancaria*, in *Giur. comm.*, I, 2014, 1165 ss.

[58] V., già, G. Santoni, *Gli obblighi degli esponenti aziendali nel sistema dei controlli interni delle banche*, in *Banca borsa tit. cred.*, I, 1999, 652 ss.

[59] Cfr. *supra*, nt. 16.

valutazione del giudice di merito circa l'effettiva esigibilità, nelle circostanze concrete, della condotta omessa.

Discutibile appare, sul piano sistematico, l'affermazione secondo cui le funzioni aziendali di controllo rivestirebbero un ruolo propriamente ausiliario rispetto al collegio sindacale [60]. Che esse siano tenute a riferire all'organo di controllo e che quest'ultimo debba vigilare sul loro corretto funzionamento non significa che il collegio assuma la responsabilità complessiva del sistema dei controlli interni. Una simile ricostruzione rischierebbe, al contrario, di sovrapporre la vigilanza sul sistema allo svolgimento delle singole attività di controllo che, proprio in ragione della crescente complessità dell'organizzazione, sono attribuite a funzioni specializzate.

Anche la distribuzione delle competenze accolta dalla disciplina delle società quotate sembra confermare questa conclusione. L'art. 147 *sexies* t.u.f. configura il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi attraverso un intreccio di competenze fra organi delegati, consiglio di amministrazione e comitato preposto al controllo dei rischi, al quale si aggiunge la vigilanza attribuita all'organo di controllo dall'art. 149 t.u.f. Non emerge, pertanto, un unico soggetto responsabile del sistema, ma una pluralità di competenze differenziate e coordinate. Nel settore bancario questa articolazione è ancora più evidente, poiché alle competenze degli organi societari si affiancano quelle proprie delle funzioni aziendali di controllo, tipizzate e specificamente disciplinate dalla normativa prudenziale.

L'autonomia di tali funzioni costituisce, del resto, un elemento essenziale dell'architettura dei controlli bancari. La disciplina di vigilanza ne definisce le competenze e predispone specifici presidi volti a garantirne indipendenza e obiettività, coinvolgendo lo stesso organo di controllo nelle decisioni relative ai responsabili delle funzioni e richiedendo che i relativi sistemi di incentivazione non ne compromettano l'obiettività. Il raccordo con il collegio sindacale costituisce dunque uno strumento diretto ad assicurare l'effettività del sistema, non un elemento dal quale possa desumersi la subordinazione funzionale di tali strutture all'organo societario di controllo.

La distinzione consente anche di precisare il contenuto della vigilanza sindacale. Il collegio deve verificare l'adeguatezza e il concreto funzionamento del sistema e valutare le informazioni provenienti dalle funzioni aziendali. L'emersione di anomalie, carenze o elementi idonei a mettere in dubbio l'attendibilità dei relativi flussi impone ulteriori approfondimenti e, quando ne ricorrano i presupposti, l'attivazione dei poteri di reazione. Non sembra invece potersi ricavare da tali doveri un generale obbligo di autonoma verifica di ogni informazione prodotta dalle funzioni aziendali [61].

---

[60] Cass. 19 maggio 2022, n. 16276. Nello stesso senso, F. Riganti, *Il controllo interno nelle banche tra collegio sindacale e funzioni aziendali*, in *Giur. comm.*, 2019, II, 1447 ss.

[61] Conf., A.A. Dolmetta, *Procedure sanzionatorie*, 698 ss.; M. Houben, *Due questioni*, cit., 230 ss.

Sotto questo profilo emerge un punto di contatto con la disciplina del ragionevole affidamento degli amministratori non esecutivi, senza che ciò comporti un'estensione ai sindaci della regola dettata dall'art. 2381 *ter*. Anche qui, se un sistema dei controlli interni è complessivamente adeguato e le funzioni che ne fanno parte sono dotate dei necessari requisiti di autonomia e professionalità, le informazioni che da esse provengono devono poter costituire, in assenza di elementi di segno contrario, una base attendibile per l'esercizio delle competenze degli organi societari [62]. L'affidabilità dei flussi informativi rappresenta, in questo senso, non soltanto una conseguenza dell'adeguatezza del sistema, ma una condizione del suo stesso funzionamento.

Richiedere al collegio sindacale di procedere sistematicamente e in via ordinaria a una verifica delle informazioni provenienti dalle funzioni aziendali finirebbe, infatti, per mettere in discussione la stessa razionalità della specializzazione di queste ultime. Diversamente, l'affidabilità delle funzioni di controllo, dapprima assicurata attraverso specifici requisiti organizzativi e di indipendenza, verrebbe sostanzialmente negata imponendo ai destinatari dei relativi flussi di replicarne sistematicamente l'attività. Ne deriverebbero duplicazioni di controlli non soltanto inefficienti, ma anche difficilmente esigibili in organizzazioni caratterizzate da elevata complessità.

La particolare rilevanza degli interessi coinvolti nell'attività bancaria e il raccordo dell'organo di controllo con l'autorità di vigilanza giustificano certamente *standard* elevati di attenzione e di attivazione dei sindaci. La loro intensità non dovrebbe tuttavia condurre a confondere la vigilanza sull'adeguatezza e sul funzionamento del sistema con lo svolgimento delle singole funzioni che lo compongono. L'autonomia dei doveri del collegio sindacale può così convivere con l'autonomia delle funzioni aziendali di controllo, senza richiedere una sistematica duplicazione delle rispettive attività.

8. *Conclusioni*

L'analisi delle recenti modifiche alla disciplina dei controlli ripropone, in termini in parte nuovi, il problema della funzione assegnata agli organi cui essi sono affidati. La tradizionale dimensione censoria, incentrata sulla verifica della regolarità dell'azione amministrativa e sull'attivazione dei rimedi conseguenti all'emersione di irregolarità, convive oggi con attribuzioni che sembrano accentuare una componente preventiva e collaborativa del controllo, attraverso il coinvolgimento dell'organo nei processi organizzativi e informativi e la possibilità di sollecitare l'attivazione degli altri organi sociali. Resta tuttavia controverso se tale evoluzione

[62] M. Ghilardi, *I principi di corretta amministrazione*, cit., 586 ss., in critica a Cass. 22 gennaio 2018, n. 1529.

determini un'effettiva trasformazione della funzione di controllo o soltanto un ampliamento degli strumenti attraverso i quali essa viene esercitata. Secondo una prima lettura, i diversi sistemi di amministrazione e controllo si sarebbero progressivamente orientati verso forme, più o meno intense, di "sorveglianza collaborativa" [63]; secondo una diversa impostazione, proprio la conservazione della funzione censoria continuerebbe a rappresentare uno specifico elemento di razionalità del modello tradizionale rispetto ai sistemi alternativi, nei quali il coinvolgimento dei controllori nell'amministrazione assume necessariamente maggiore intensità [64].

Le recenti riforme non sembrano, peraltro, offrire elementi sufficienti per risolvere la questione in favore dell'una o dell'altra ricostruzione. Esse mostrano piuttosto come le due dimensioni possano coesistere e conoscere, almeno in alcuni casi, un parallelo rafforzamento. Nelle società quotate, il potenziamento dei poteri di attivazione dell'organo di controllo è dimostrato dall'accentuazione della sua proiezione esterna attraverso i doveri di segnalazione alla Consob. Il rafforzamento del controllo può dunque svilupparsi contemporaneamente sul versante preventivo e collaborativo e su quello censorio, senza che le due direzioni debbano necessariamente considerarsi contraddittorie.

Diverso può essere, invece, il loro equilibrio nei singoli sistemi di amministrazione e controllo. Nel modello tradizionale la separazione organica fra amministratori e sindaci consente alla funzione censoria di conservare una fisionomia più netta; nel monistico la partecipazione dei componenti del comitato per il controllo sulla gestione alle deliberazioni consiliari accentua inevitabilmente la componente preventiva e collaborativa. Sotto questo profilo conserva attualità l'intuizione di Libonati sulla condivisione intraorganica di gestori e controllori: la progressiva uniformazione normativa dei doveri degli organi di controllo non è sufficiente a cancellare le differenze funzionali che discendono dalla diversa struttura dei modelli.

Più in generale, non è agevole individuare nella riforma del t.u.f. una chiara linea di indirizzo in materia di controlli societari. L'uniformazione dei doveri convive con la diversità delle strutture nelle quali essi sono esercitati; il rafforzamento dei poteri di intervento con una più precisa delimitazione delle posizioni individuali; la specializzazione delle funzioni con una disciplina più analitica della loro distribuzione e del loro coordinamento. Non si tratta necessariamente di scelte contraddittorie, ma non appare sempre agevole individuare il criterio ordinatore capace di ricondurle a un disegno complessivamente coerente.

---

[63] In questa direzione, da ultimo, il lavoro monografico di L. Furgiuele, *Funzione di* amministrazione, cit., *passim*, che ricostruisce la funzione di controllo dei sindaci come momento e fase del procedimento decisorio.

[64] V., tra gli altri, M. Libertini, *La funzione*, cit., 1081 ss.; Id., *Scelte fondamentali di politica legislativa e indicazioni di principio del diritto societario del 2003. Appunti per un corso di diritto commerciale*, in *RDS*, 2004, 198 ss.

Significativa è, in questa prospettiva, la disciplina del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. La distribuzione delle competenze fra organi delegati, consiglio di amministrazione, comitati e organo di controllo risponde all'esigenza di dare evidenza normativa alla complessità dell'organizzazione dei controlli. L'analiticità della disciplina non si traduce tuttavia in una nitida delimitazione delle rispettive sfere di competenza. La moltiplicazione dei soggetti coinvolti, delle regole di coordinamento e dei flussi informativi può rendere più incerti i confini fra le diverse funzioni, con il rischio di una sovrapposizione dei compiti e delle responsabilità.

In questo quadro affiora anche una certa ansia regolatoria, che induce a tradurre in prescrizioni legislative profili dell'organizzazione dei controlli che potrebbero, almeno in parte, essere affidati all'autonomia statutaria o all'autodisciplina. Non si tratta di negare l'esigenza di una disciplina imperativa dei controlli, particolarmente avvertita nelle società che fanno ricorso al mercato dei capitali e, per ragioni diverse, nelle banche. È però dubbio che a un maggiore grado di regolazione corrisponda necessariamente una maggiore chiarezza del sistema: in una materia fortemente condizionata dalle caratteristiche dell'impresa e dalla complessità dell'organizzazione, autonomia e autodisciplina possono conservare uno spazio utile, in modo da garantire maggiore flessibilità e adattamento del sistema [65].

[65] In arg., P. Agstner, S. Costa, *Sistema di controllo interno e gestione dei rischi*, in *Codice di Corporate Governance*, cit., 538 ss.

Gestione della proprietà intellettuale e doveri degli amministratori, tra realtà economica, discrezionalità imprenditoriale e *best practices*

Directors' duties in managing corporate intellectual property

Philipp Fabbio*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-4

ABSTRACT

La crescente importanza dell'*IP management* nelle strategie generali dell'impresa non si riflette in una corrispondente considerazione da parte dei giuristi. Il presente articolo tratta dei doveri degli amministratori nella gestione della proprietà intellettuale, e si propone di individuare e classificare i principali fattori e criteri di valutazione delle relative scelte.

IP management has become increasingly important in firms' overall business strategies. However, its actual importance in economic life is not adequately reflected in legal studies. This article deals with the implications of IP in terms of managerial duties, and categorizes the most important factors and criteria that should be used when judging managers' decisions related to IP.

SOMMARIO:

1. L'*IP management*: un tema importante, ma poco presente ai giuristi. – 2. La realtà dell'*IP management*, tra ostacoli culturali ed economici. – 3. Funzione e limiti di una responsabilità degli amministratori in materia di proprietà intellettuale. – 4. I doveri degli amministratori nella gestione della proprietà intellettuale. A) Discrezionalità imprenditoriale e discrezionalità tecnica, *IP compliance* e *IP management*. – 5. B) Il ruolo di guide, specifiche tecniche e prassi di riferimento. – 6. C) Singoli fattori e criteri di valutazione. – 7. D) Una possibile casistica. – 8. Considerazioni di sintesi.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli Studi di Perugia, Dipartimento di Giurisprudenza; e-mail: philipp.fabbio@unipg.it.

Il presente contributo è destinato al *Liber amicorum* Giuseppe Santoni, Pacini, 2026.

1. *L'*IP management*: un tema importante, ma poco presente ai giuristi*

Oggetto di questo contributo sono i doveri degli amministratori nella gestione della proprietà intellettuale o, secondo l'espressione invalsa, nell'*IP management* (IPM).

In un'accezione lata, l'IPM è l'insieme delle scelte dell'impresa relative all'appropriazione e alla valorizzazione di risultati innovativi attraverso gli strumenti della proprietà intellettuale (PI). Si tratta, in particolare, delle decisioni sul se e sul come acquisire, mantenere, valutare, proteggere, trasferire e in genere impiegare diritti di PI. In un mondo ideale, queste scelte sono l'espressione di una strategia più o meno sofisticata, che a sua volta si dovrebbe integrare nei più generali programmi di sviluppo dell'organizzazione nel medio-lungo periodo [1]. Si può parlare, allora, di IPM in senso forte. Strettamente collegata è l'*IP compliance* (IPC), la quale però non riguarda (per lo meno non in modo diretto) la propria PI, bensì la gestione del rischio di violare la PI altrui.

Negli studi di management e nei documenti prodotti da una varietà di istituzioni, si sottolinea con enfasi il ruolo della PI e dell'IPM nella creazione di valore nell'impresa e per la crescita economica [2].

Nelle scienze aziendalistiche, in particolare, l'IPM è oggetto di studio ormai da diversi decenni, dall'avvento negli Stati Uniti della cd. *pro-patent era*. Di qui una ricca letteratura economica, caratterizzata da varietà di approcci (teorico ed empirico, qualitativo e quantitativo, descrittivo e prescrittivo), ma per lo più incentrata sull'innovazione tecnologica e sui brevetti per invenzione [3].

Di IPM hanno inoltre iniziato ad occuparsi, in anni recenti, istituzioni internazionali (in particolare la WIPO e la Camera di Commercio Internazionale), europee (la Commissione Europea, l'EUIPO, l'EPO e la European Patent Academy) [4] e nazionali (in Italia, il MIMIT [5]). I principali obiettivi perseguiti sono: da un lato, sensibilizzare e formare manager e addetti ai lavori; dall'altro lato, offrire alle imprese assistenza finanziaria e servizi di consulenza in materia.

---

[1] V., per tutti, M. Granieri, *Intellectual Property for Managers. Law, Practice and Corporate Strategy*, II ed., Luiss University Press, 2024, 121 ss., 49 e *passim*.

[2] Si veda, da ultimo, lo studio congiunto di EPO e EUIPO, *Intellectual property rights and firm performance in the European Union*, gennaio 2025.

[3] Per una ricognizione della letteratura aziendalistica, M. Holgersson, S. van Santen, *The Business of Intellectual Property. A Literature Review of IP Management*, in *Stockholm Intell. Prop. L. R.*, 2018, 44 ss. e G. Yuan, R. Abidin, F. Zulhumadi, *Intellectual property management in technology management: a comprehensive bibliometric analysis during 2000-2022*, in *Int. J. of Intell. Prop. Management*, 2024, 537 ss.

[4] Si vedano in particolare i materiali pubblicati sul sito dell'IP Desk della Commissione Europea: *intellectual-property-helpdesk.ec.europa.eu*.

[5] Ministero dello Sviluppo Economico, *Linee di intervento strategiche sulla proprietà industriale per il triennio 2021-2023*, 14 ss.

Più di recente, linee-guida in tema di IPM sono state adottate dall'ISO – *International Organization for Standardization* [6] e da alcuni organismi di normazione nazionali, tra cui l'UNI – Ente Italiano di Normazione [7].

Nella letteratura giuridica, l'IPM rimane invece un argomento pressoché inesplorato, non fosse per qualche isolato intervento, di taglio prettamente pratico e/o d'occasione, di autori tedeschi [8] e statunitensi [9]. Rari sono anche i casi noti di contenzioso, in Italia [10] e all'estero [11].

---

[6] Della famiglia di standard ISO 56000 in tema di IPM, si segnala in particolare l'ISO 56005:2020(E) – *Innovation management – Tools and methods for intellectual property management – Guidance*, I ed.

[7] Ad oggi, l'UNI ha adottato i seguenti documenti di recepimento di guide ISO: UNI EN ISO 56000:2021 – *Gestione dell'innovazione – Fondamenti e vocabolario*; UNI EN ISO 56002:2021 – *Gestione dell'innovazione – Sistema di gestione dell'innovazione – Guida*; UNI EN ISO 56003:2021 – *Gestione dell'innovazione – Strumenti e metodi per le partnership per l'innovazione – Guida*. Nel luglio 2024, l'UNI ha inoltre sottoposto a consultazione pubblica una bozza di prassi di riferimento sui "*requisiti relativi alla figura professionale dell'IP manager*".

[8] Nella letteratura tedesca, si vedano B. Holdorf, in *Intangibles. Immaterielle Werte*, II ed., a cura di A. Vögele, Beck, 2021, 1374 ss. (*Zivilrechtliche Haftung der geschäftsführenden Organs im Immenverhältnis*) e 1380 ss. (*Anforderungen an das IP-Management-System*); A. Mittelstaedt, *Strategisches IP-Management*, in *GRUR-Prax*, 2014, 220 ss.; Id., *Die neue DIN-Norm 77006 "Intellectual Property Managementsysteme – Anforderungen"*, in *GRUR-Prax*, 2020, 399 ss.; nonché (con contenuti e taglio aziendalistico, ma per un pubblico di giuristi) A.J. Wurzer, *IP-Management – Schlüsselkompetenzen in einer Wissensökonomie*, in *GRUR*, 2008, 577 ss.

[9] Nella letteratura statunitense, l'IPM è trattato o sotto il profilo della responsabilità degli amministratori per *mala gestio* o, più spesso, in relazione ai doveri di trasparenza introdotti dal Sarbanes-Oxley Act nel 2002.

Al primo filone si ascrive l'articolo di I.H. Donner, *Fiduciary Duties of Directors When Managing Intellectual Property*, in *Nw. J. Tech. & Intell. Prop.*, 2016, 203 ss., oltre a qualche scritto di carattere informativo, come p.e. R. Sterne, T. Chaplick, *Why directors must take responsibility for intellectual property*, in *Intellectual Asset Management Magazine*, marzo 2005, 16 ss.

Al secondo filone, più ricco, sono riconducibili, per citare solo alcuni, A. Carpenter, *Sarbanes-Oxley Compliance: Don't Forget IP Valuation*, in *BNA International: World and Tax Law Report*, aprile 2005; M.D. Goodstein, *Sarbanes-Oxley: A Dark Cloud over Intellectual Property and Business*, in *The John Marshall R. of Intell. Prop. L.*, 2007, 272 ss.; A.C. Reich, S.J. Rocci, *The Lawyer's Duty of Disclosure Ethics and Sarbanes-Oxley the New Conundrum for Patent Lawyers*, in *Akron Intell. Prop. L. J.*, 2007, 43 ss., 56. Il Sarbanes-Oxley Act non fa espresso riferimento alla PI, ma incide comunque sulla sua gestione, perché implicitamente richiede l'adozione di procedure di censimento, valutazione e protezione delle privative, con l'obiettivo di assicurare una maggiore attendibilità dei bilanci.

[10] Per l'Italia, si può richiamare, per quanto a conoscenza di chi scrive, Trib. Milano 19 dicembre 2017, n. 12770, in banca-dati *Dejure* (sulla mancata adozione di un sistema di secretazione delle informazioni riservate come violazione dell'art. 2381, co. 5, c.c.).

[11] Una rassegna di azioni giudiziarie e decisioni negli Stati Uniti si trova in I.H. Donner, *Fiduciary Duties*, cit. La casistica richiamata include, tra l'altro, il tentativo dei soci di maggioranza di ottenere licenze particolarmente ampie e convenienti per lo sfruttamento di privative della società (Miron c. Microsoft Corp., 2005), la svendita di privative della società (Tibotec-Virco CVA v. Rompaey,

Le ragioni di questa scarsa attenzione da parte degli studiosi del diritto sono probabilmente varie: la (relativa) novità del tema, la sostanziale assenza di previsioni legislative dedicate, la limitata sensibilità del giurista per gli aspetti manageriali dell'impresa, il carattere ampiamente discrezionale delle scelte in materia di IPM, l'abitudine anche dal lato delle imprese a vedere nella PI più un *legal asset* che non un *business asset* [12], la tendenza nella prassi a delegare le questioni relative alla PI a manager di livello intermedio e/o a professionisti esterni, il carattere specialistico del diritto della PI, nonché l'abitudine del cultore del diritto industriale a guardare alla PI in modo "puntiforme" (senza cioè considerare i suoi riflessi sull'organizzazione e sul funzionamento dell'impresa) [13].

2004), l'inerzia del consiglio di amministrazione nel prevenire la deliberata violazione del brevetto di un concorrente, violazione che aveva portato ad una pesante condanna risarcitoria per la società (Zomolosky v. Kullman, 2014), il mancato deposito di una domanda di brevetto europeo, con conseguente uso della tecnologia brevettata da parte di terzi all'estero (RSA, 2000), il non aver interrotto una produzione in violazione di brevetti di concorrenti e il non avere ricercato un accordo transattivo con la controparte (Vos v. Sutardja, 2014).

[12] Vale la pena di riportare a questo proposito le parole di Bill Gates, fondatore di un'impresa che si ritiene essersi particolarmente distinta, anche tra le grandi imprese innovatrici, nella gestione della PI: "*Negli ultimi dieci anni, è diventato fondamentale per l'amministratore avere non già una comprensione di massima, bensì un expertise piuttosto raffinato delle questioni di proprietà intellettuale che interessano il suo settore industriale*"; "*Non è più solo un problema dell'ufficio legale. L'amministratore deve essere oggi in grado di elaborare strategie di capitalizzazione e massimizzazione del valore degli asset di PI della società, per guidare efficacemente la crescita, l'innovazione e la collaborazione con altre imprese*" (citato da E. Sherman, *Taking Intellectual Property Seriously*, in *Chief Executive*, novembre 2004, 36 ss.).

[13] Per un'indagine innovativa in questo senso, si veda il saggio di A. Ottolia, *Le clausole generali organizzative dell'immateriale*, in *Ann. it. dir. aut.*, 2021, 94 ss. L'a. propone un inquadramento sistematico e criteri di specificazioni delle norme che impongono all'impresa doveri organizzativi in materia di PI attraverso clausole generali, quali in particolare l'art. 98, co. 1, c), c.p.i. in materia di segreti, l'art. 9 regolamento AI sulla gestione da parte dell'impresa del rischio relativo all'uso di un sistema di intelligenza artificiale, l'art. 24, co. 1, GDPR sulle misure tecniche e organizzative di protezione dei dati personali, l'art. 17, co. 4, lett. b), direttiva Digital Single Market sugli sforzi del provider per rimuovere contenuti segnalati dai titolari di diritti.

La riflessione dell'a. è peraltro ritagliata su previsioni legislative che impongono all'impresa doveri organizzativi principalmente per la tutela di interessi terzi (non necessariamente vestiti come diritti di PI). Mentre la prospettiva del presente lavoro è quella in parte diversa, per così dire "interna", dei doveri degli amministratori, e in relazione non tanto o non solo alla compliance, ma anche e soprattutto all'*IP management* in senso proprio.

Diverse delle riflessioni svolte da O., riguardando pur sempre il tema più generale dell'adeguatezza degli assetti organizzativi in quella che l'a. chiama "impresa innovativa", si lasciano tuttavia riferire anche all'IPM. Così, in particolare, l'idea di fondo che, particolarmente per la PMI innovativa, si debba fare attenzione a non stabilire, tanto più se in via d'interpretazione, oneri organizzativi sproporzionati rispetto alle dimensioni, all'oggetto e alla fase di maturazione dell'impresa, tenuto conto (oltre che del dato di realtà: v. infra parr. 2 e 3) anche del *favor* legislativo per la PMI e in particolare per quella innovativa, riscontrabile in varie normative, europee, derivate e genuinamente nazionali. Sulla stessa falsariga si sviluppa, con specifico riferimento alle misure per la tutela delle informazioni

Per il giurista un possibile punto di caduta dell'IPM è ad ogni modo quello dei doveri degli amministratori. Di fronte alla crescente importanza della PI e all'attenzione che si riserva all'IPM, può essere cioè sensato e utile chiedersi quali siano in questo ambito profili di doverosità per l'amministratore.

La presente indagine si articola come segue: si cercherà di dare conto di alcuni aspetti qualificanti della realtà dell'IPM (par. 2); si discuteranno funzione e limiti della responsabilità degli amministratori nella gestione della proprietà intellettuale (par. 3); si illustrerà la diversa portata della *business judgement rule* rispettivamente nell'IPC e nell'IPM (par. 4); si tratterà della rilevanza come parametro della diligenza degli amministratori di linee-guida, specifiche tecniche e prassi di riferimento, elaborate da istituzioni e organismi di normazione (par. 5); si analizzeranno singoli fattori e criteri di valutazione (par. 6); e, infine, si proporrà una possibile casistica (par. 7) [14].

Saranno inoltre trattate alcune questioni più generali, sempre in tema di responsabilità degli amministratori, segnatamente: il problema del cd. principio di legalità, *i.e.* dei doveri legali "esterni" della società come limite all'operatività

---

aziendali riservate, la riflessione di M. Bertani, *Struttura e contenuto del diritto sui segreti commerciali*, in *Ann. it. dir. aut.*, 2022, 619 ss., 624, testo e nt. 14.

[14] Non si tratterà invece della contigua ma diversa questione, che si trova oggi discussa in altri ordinamenti, in particolare Germania e Gran Bretagna, della legittimazione passiva degli amministratori all'azione di contraffazione. La quale legittimazione presuppone pur sempre una responsabilità per concorso nell'illecito della società.

Sul tema è di recente intervenuta una pronuncia della Corte d'Appello del Tribunale Unificato dei Brevetti, *Belkin* c. *Philips* (sent. 3 ottobre 2025, UPC_CoA_534/2024, UPC_CoA_19/2025, UPC_CoA_683/2024), secondo cui l'amministratore di società si qualifica come contraffattore ai sensi del combinato disposto degli artt. 63 e 25 UPCA e risponde dell'illecito di contraffazione della società non in ragione della semplice posizione di amministratore (risultandone altrimenti un rischio professionale incalcolabile), ma "*solo quando la condotta che gli si contesta va oltre i doveri professionali tipici dell'amministratore*". "*Ciò avviene in particolare nell'ipotesi in cui l'impresa sia deliberatamente utilizzata allo scopo di violare brevetti altrui; come anche nell'ipotesi in cui l'amministratore sia a conoscenza dell'illecito e, pur essendo ragionevolmente nella condizione di intervenire, non si attivi per porvi fine*" (traduzione della massima ufficiale). Si precisa poi che l'amministratore può legittimamente confidare in un parere legale che escluda la contraffazione, "*fintantoché la violazione del brevetto non venga accertata da un giudice di prima istanza*" (traduzione della massima ufficiale). Nel caso di specie, l'inibitoria richiesta nei confronti dell'amministratore veniva così negata.

La sentenza costituisce un precedente importante, non solo per l'autorevolezza dell'organo giudicante, ma anche perché essa tiene conto, nell'interpretare l'autonoma nozione di contraffattore secondo il diritto convenzionale, delle soluzioni praticate nel diritto vivente degli Stati aderenti. Nel merito, i principi di diritto in essa statuiti paiono meritevoli di adesione anche per la loro aderenza alla realtà, e si prestano ad essere riferiti pure al diritto italiano.

Per una panoramica abbastanza aggiornata del diritto degli Stati UE, si v. invece la *Research Note* della Direzione Ricerca e Documentazione presso la Corte di giustizia *Personal civil liability of the directors of commercial companies for the infringement of an intellectual property right*, 14 dicembre 2022, reperibile sul sito della Corte.

della *business judgement rule*; il problema della rilevanza dei principi aziendalistici di buona gestione come metro della diligenza dell'amministratore.

2. *La realtà dell'*IP management*, tra ostacoli culturali ed economici*

Studiosi e istituzioni sottolineano l'importanza di un efficace IPM, ma nella consapevolezza che spesso la realtà è ben diversa. Dovendo definire i termini di una responsabilità degli amministratori per le loro scelte (o, spesso, non scelte) in materia di PI, diventa quindi tanto più importante avere presente come l'IPM si atteggia nell'esperienza concreta.

Tre aspetti, in particolare, meritano di essere qui evidenziati.

Un primo aspetto riguarda il ruolo che la PI svolge nella vita delle imprese. Secondo un'indagine dell'EUIPO, solo il dieci per cento delle piccole-medie imprese europee (che, stante la definizione europea di PMI, sono la quasi totalità delle imprese operanti nell'Unione Europea), è titolare di privative formali [15]. In particolare, il sei per cento risulta essere titolare di marchi registrati nazionali, il quattro per cento di marchi registrati comunitari, il quattro per cento di brevetti [16]. Percentuali più alte, ma non così alte come forse ci si aspetterebbe, tra il dieci e il venti per cento, sono riportate per le privative di fatto: segreti commerciali, modelli non registrati, banche-dati [17].

Molte imprese, inoltre, fanno ricorso a strumenti di appropriazione dell'innovazione cd. alternativi, cioè diversi dalla PI. Un'impresa può in particolare cercare di sfruttare il vantaggio del primo arrivato, accrescere la complessità tecnologica dei prodotti e dei processi per renderne più difficile l'imitazione, puntare sull'immagine, sui canali distributivi, sui rapporti con la clientela e così via [18].

Venendo alle ragioni per cui la PMI europea brevetta o registra, si scopre che quasi più importante dell'esigenza di prevenire e contrastare l'imitazione dei propri prodotti è, nella percezione di molte imprese, il ritorno di immagine assicurato dalla titolarità di una privativa formale nei rapporti con finanziatori, partner industriali o terzi interessati a rilevare l'azienda o ad entrare nella compagine sociale [19].

Per molte imprese, in definitiva, la PI non ha un ruolo così significativo. Di conseguenza, neppure si può veramente parlare per queste imprese di IPM. Il che ovviamente non toglie che, in certi settori (settori ad alta densità tecnologica, industria culturale ecc.), o per certi tipi di imprese (p.e. editori, produttori farmaceutici,

[15] EUIPO, *2022 Intellectual Property SME Scoreboard*, 2022, 9.

[16] EUIPO, *2022 Intellectual Property*, cit., 9.

[17] EUIPO, *2022 Intellectual Property*, cit., 9.

[18] EUIPO, *2022 Intellectual Property*, cit., 36.

[19] EUIPO, *2022 Intellectual Property*, cit., 10.

case di alta moda, *start-up innovative*) o anche per la singola impresa, la PI possa invece svolgere un ruolo importante o addirittura essenziale.

Un secondo aspetto riguarda il quando e il come dell'IPM. Quand'è che in un'impresa ci si inizia a porre consapevolmente il problema dell'IPM? E come si sviluppa l'IPM nella vita dell'impresa?

Dove c'è PI, c'è di solito anche una qualche forma, magari embrionale, di IPM. L'IPM non è però un assetto statico, che si definisce una volta per tutte all'inizio dell'attività d'impresa. Esso si presenta di regola come un processo evolutivo, che si muove verso forme sempre più organizzate, costose e sofisticate, attraversando delle fasi tipiche [20]. Le varie fasi si differenziano tra loro principalmente per l'uso che viene fatto della PI, difensivo od offensivo e più o meno strategico [21], e per il modo in cui viene organizzata la gestione della stessa, in termini di risorse, competenze, responsabilità e processi [22].

Le forme più evolute di IPM sono proprie di organizzazioni mature, che operano in settori in cui il ricorso agli strumenti della PI è considerato normale o addirittura essenziale, che dispongono delle necessarie conoscenze, risorse finanziarie e capacità organizzative, e che riescono ad integrare la gestione della PI nelle loro strategie generali di medio-lungo periodo [23]. È peraltro rilievo comune che a tutt'oggi un'efficace integrazione dell'IPM nelle strategie generali dell'organizzazione è appannaggio solo di poche imprese, pure tra quelle più grandi ed attrezzate [24].

Che cosa fa sì che un'impresa inizi a occuparsi di IPM o, a un certo punto, decida di adottare una politica di PI più sofisticata? Ad innescare il processo e a indurre cambi di passo possono essere circostanze assai varie: una controversia giudiziaria, tentativi di imitazione dei concorrenti, un aumento del carico di lavoro legato alla PI, l'arrivo di un nuovo responsabile della funzione di ricerca e sviluppo o della funzione legale, la fusione con un'impresa hi-tech, un cambio di strategia generale [25]. Al riguardo si dà insomma una certa casualità.

Un terzo aspetto, infine, riguarda gli ostacoli, che si frappongono ad un più diffuso ed efficace utilizzo degli strumenti della PI. Nelle analisi degli aziendalisti, ma già nel senso comune, ad incidere in negativo sono soprattutto due fattori: per

---

[20] F. Tietze, O. Granstrand, C. Herstatt, *Towards Strategic Intellectual Property Management – Events During the Development: Evidence from Biotech SMEs*, in *PICMET 2006 Proceedings, 9-13 July*, 520 ss., *ivi* 523 ss., reperibile su SSRN (ed *ivi* riff. ult.)

[21] Per una ricognizione di usi strategici tipici, M. Granieri, *Intellectual Property for Managers*, cit., 165 ss.

[22] F. Tietze, O. Granstrand, C. Herstatt, *Towards Strategic*, cit., 523 s., 526 (ed *ivi* riff. ult.).

[23] F. Tietze, O. Granstrand, C. Herstatt, *Towards Strategic*, cit., 524.

[24] P.H. Sullivan, *Value-driven intellectual capital: how to convert intangible corporate assets into market value*, Wiley, 2000, 276.

[25] F. Tietze, O. Granstrand, C. Herstatt, *Towards Strategic*, cit., 525.

un verso, l'insufficiente cultura della PI dal lato delle imprese; e, per altro verso, i costi effettivi e percepiti della PI e della sua gestione [26].

3. *Funzione e limiti di una responsabilità degli amministratori in materia di proprietà intellettuale*

Ricostruita così a grandi linee la realtà di riferimento, il passaggio successivo è interrogarsi sulle funzioni e sui limiti di fondo di una responsabilità degli amministratori in materia di PI. Per una serie di ragioni, per lo più specifiche alla materia dell'IPM, s'impone a questo proposito un atteggiamento di particolare cautela.

A) Una prima ragione, in particolare, è che l'impresa dispone di una varietà di leve competitive, ma è normale che ne utilizzi solo alcune. Molte imprese non ricorrono agli strumenti della PI o se ne avvalgono in misura limitata. Non è poi detto che si tratti di una scelta più di tanto consapevole. Ma pure quando l'impresa si pone con una qualche consapevolezza il problema dell'appropriazione dei suoi risultati innovativi, rimane frequente il ricorso a mezzi diversi dalla PI. Tutto ciò è normale e spesso anche razionale, a prescindere da eventuali limiti culturali e dalla questione dei costi. Rientra, in altre parole, nella natura delle cose. Solo al ricorrere di determinate circostanze, si può assumere – come si vedrà – l'esistenza in concreto di un obbligo per gli amministratori di coltivare una politica attiva di PI.

B) Più in generale, si può osservare che il mancato sfruttamento di opportunità imprenditoriali, di guadagno e/o di crescita, incluse quelle che possono derivare da un'accorta politica di PI, spesso non è il risultato di omissioni consapevoli e deliberate, ma piuttosto di "non scelte", che proprio in quanto tali non dovrebbero di massima andare soggette ad alcun controllo giuridico [27].

C) A ciò si aggiunge la considerazione, in sé ovvia, che all'atto pratico la disponibilità di diritti di PI non si traduce necessariamente in un vantaggio competitivo effettivo. Dipende, evidentemente, dall'uso che in concreto se ne fa. Non è neanche così raro che la PI di cui un'impresa dispone non trovi alcun impiego utile [28]. Già sotto questo profilo si coglie, dunque, un importante fattore di incertezza.

---

[26] EUIPO, *2022 Intellectual Property*, cit., 45 s., 66; J. Brant, S. Lohse, *Enhancing Intellectual Property Management and Appropriation by SMEs*, in *ICC Innovation and Intellectual Property Series*, 2013, 6.

[27] Il punto è in principio acquisito nel dibattito tedesco: ex plurimis, G. Spindler, *ad* art. 93 AktG. *5. Unternehmerisches Ermessen; Business Judgement Rule*, in *Münchner Kommentar zum Aktiengesetz*, VI ed., Beck, 2023, par. 51 (a proposito della nozione legislativa di *unternehmerische Entscheidung*, letteralmente "decisione imprenditoriale").

[28] A livello di aneddotica, J. Friese *et al.*, *Intellectual Property: An underestimated and undermanaged asset*, in *J. of Business Chemistry*, 2006, 42 ss., 45 riportano che, nei primi anni Duemila, la multinazionale della chimica Dupont, liberandosi delle privative inutilizzate, avrebbe iniziato a

Ma l'incertezza connota la PI pure sotto altri profili, in particolare – come è noto – quelli dell'esistenza e dell'ampiezza della privativa [29]. Ne consegue che le decisioni dell'impresa in materia di PI devono spesso scontare un'incertezza, che non si può pensare di controllare senz'altro in via preventiva e per così dire a tavolino.

D) Ancora, a fronte degli sperati vantaggi, ci sono in ogni caso i costi, anche ingenti, che l'impresa deve sostenere per acquisire, mantenere, proteggere e valorizzare le sue privative.

Nella percezione delle PMI, questi costi sono uno dei principali ostacoli ad avvalersi degli strumenti della PI. Anche quando si tratta solo di una generica percezione, o la valutazione che viene fatta è solo complessiva e di massima (anche quando non c'è, in altri termini, una verifica precisa dei costi, fatta in concreto rispetto a scelte specifiche, p.e. se richiedere un brevetto per invenzione per un certo trovato in un dato momento), il problema rimane.

In altre parole, i costi non sono solo un fattore che gli amministratori si trovano a dover ponderare nelle loro decisioni in materia di PI (come, del resto, in tante altre scelte di gestione). Legato ai costi, vi è spesso anche un generico senso di non urgenza o di minore importanza della PI rispetto ad altre priorità dell'organizzazione.

Tanto ciò è vero che il problema viene oggi affrontato con misure di sostegno pubblico, come i voucher del Ministero delle Imprese e del Made in Italy per l'acquisto di servizi di consulenza in materia di PI, le agevolazioni fiscali del *Patent Box*, gli stessi regimi della *start-up* innovativa e della PMI innovativa.

E) Accanto ai costi effettivi e percepiti, un altro ostacolo per molte imprese è quello culturale, derivante da una cattiva conoscenza della PI e da una scarsa consapevolezza dei vantaggi, che può offrire una intelligente politica di PI [30]. Se il problema non fosse così avvertito, non si spiegherebbero del resto iniziative istituzionali come la pubblicazione di guide e l'offerta di attività formative in materia.

---

realizzare un risparmio annuale, in termini di spese brevettuali e amministrative, di sessantaquattro milioni di dollari. Ma è senso comune che molte grandi imprese americane avrebbero manifestato, a partire dai primi anni Novanta, una propensione verso la brevettazione indiscriminata, incorrendo così in spese ingenti, ma per brevetti che molto spesso si sarebbero rivelati inutili (v. E. Sherman, *Taking Intellectual Property*, cit., 38).

[29] L'incertezza circa l'esistenza e la portata della privativa è un problema un po' di tutte le privative, ma attualmente si trova tematizzato e studiato – a conoscenza di chi scrive – soprattutto in relazione ai brevetti per invenzione (v., tra gli altri, Ch. Ann, *Patent Invalidation and Legal Certainty*, in *The Object and Purpose of Intellectual Property*, a cura di S. Frankel, Elgar, 2019, 268 ss.). Questa incertezza ha ricadute su una varietà di questioni giuridiche. Si pensi, p.e., alla possibilità di limitare la tutela inibitoria in casi di non evidenza della contraffazione o di incertezza circa la validità del titolo (in proposito sia consentito rinviare a Ph. Fabbio, *La proporzionalità dell'inibitoria per violazione di diritti di proprietà intellettuale*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, Giappichelli, 2021, 153 ss., 162 s.).

[30] Significativo in proposito è già il titolo di un recente libro, M. Boiconova-Wynants, *The Psychology of IP: Why CEOs Ignore Their IP Lawyers (And How to Fix This)*, 2025.

Può darsi, ovviamente, che in una certa impresa o in un certo settore PI e IPM siano la normalità. Può darsi pure che il singolo amministratore sia dotato di specifiche competenze in materia, o che gli siano attribuite deleghe, che presuppongono queste competenze. Ma rimane il fatto che nel campo dell'IPM ci si confronta con un problema culturale, che non può essere ignorato, trattandosi di individuare sulla base di clausole generali profili di doverosità nelle scelte degli amministratori.

F) Un altro dato da tenere presente è – come si è evidenziato più sopra – che molte imprese iniziano a occuparsi di IPM un po' per caso, e che l'IPM tende ad evolversi per fasi. Di conseguenza, non avrebbe senso, il più delle volte, pretendere che gli amministratori adottino fin dall'inizio dell'attività d'impresa un sistema di IPM strutturato, sofisticato e magari costoso. Più in generale, diventa difficile costruire uno standard di diligenza semplice e lineare.

G) Infine, può valere pure qui la generalissima considerazione, quasi di buon senso, per cui bisogna evitare di creare oneri eccessivi a carico degli amministratori, tanto più in ambiti come quello dell'IPM, non specificamente disciplinati dal legislatore.

H) Alla luce di tutte queste considerazioni, la conclusione è che non solo occorre tenere un atteggiamento di cautela nella ricerca di comportamenti degli amministratori dovuti o vietati in materia di IPM; ma anche che va esclusa una declinazione dei doveri degli amministratori in funzione dell'obiettivo, che pure risponderebbe all'interesse generale, di elevare gli standard dell'IPM nella prassi [31].

I) Quanto meno eccentrico, infine, sarebbe – nonostante certe suggestioni in senso contrario, che emergono in particolare dal dibattito in tema di ESG – pensare di rinvenire nella disciplina della responsabilità degli amministratori la soluzione al paradosso, per cui scelte convenienti dal punto di vista dell'impresa e di per sé lecite non sempre sono desiderabili in una prospettiva di interesse generale, nel caso dell'IPM magari perché in concreto idonee a frenare l'innovazione nel settore interessato.

---

[31] Può avere senso oggi porre una questione del genere, se non altro perché è divenuto normale, specie in dottrina, guardare alle azioni di responsabilità per *mala gestio* come strumenti di regolazione (cd. *Verhaltenssteuerungsfunktion*), anche in funzione della tutela di interessi generali come la tutela del risparmio, il rispetto della normativa antitrust e via elencando, con ricadute sulla ricostruzione dell'uno o dell'altro profilo di disciplina (in termini soprattutto di facilitazione dell'azione risarcitoria).

Nel campo dell'IPM, sarebbe in realtà poco aderente alla realtà, per le ragioni che si sono viste, pensare di usare la responsabilità degli amministratori per elevare gli standard delle imprese in materia. Questo ragionamento si può peraltro generalizzare, nel senso che gli standard di responsabilità degli amministratori e i modi per farla valere in giudizio dovrebbero tenere conto, tanto più in sede di interpretazione, di quella che è, in un dato momento storico e in un dato settore, la normalità (v. però in senso contrario, in dottrina, A. Tina, *L'esonero da responsabilità degli amministratori di s.p.a.*, Giuffrè, 2008, 32, nt. 61, secondo cui la diligenza andrebbe valutata non tanto avendo riguardo al debitore cd. medio, ma all'interesse generale a migliorare il livello di sforzo debitorio per il futuro).

A tutt'oggi, la scelta dei gestori dell'impresa di spingersi fino al limite del massimo consentito dalla legge rappresenta un'opzione in principio legittima, tanto più che per l'imprenditore, secondo il noto motto, ogni giorno è il giorno del giudizio.

4. *I doveri degli amministratori nella gestione della proprietà intellettuale. A) Discrezionalità imprenditoriale e discrezionalità tecnica,* IP compliance *e* IP management

Nel trattare dei criteri per valutare gli atti di gestione in materia di PI, ci si concentrerà sugli amministratori di società di capitali. Ciò sul presupposto che è questa oggi la forma normale di organizzazione dell'impresa; e che comunque il tema dell'IPM interessa, realisticamente, realtà di certe dimensioni e di una qualche complessità, di regola costituite appunto come società di capitali.

Un primo fondamentale passaggio del ragionamento è nel riconoscere che le scelte degli amministratori in materia di PI sono per lo più espressione di discrezionalità imprenditoriale. Come tali, esse sono censurabili – secondo la ricostruzione ormai invalsa anche nel diritto vivente italiano [32] – solo se i) palesemente irrazionali o irragionevoli [33], ii) non abbastanza informate e ponderate, iii) infedeli.

---

[32] Per quanto anche in Italia si discuta e si utilizzi ormai correntemente la nozione di *business judgement rule* (BJR) (v. di recente Cass. civ., sez. I, 25 marzo 2024, n. 8069; Cass. civ., sez. I, 27 agosto 2025, n. 23963), è difficile sottrarsi all'impressione che il dibattito risenta ancora di una eccessiva varietà di opinioni, che non contribuisce alla chiarezza del discorso; e soprattutto aggiunga poco o nulla, rispetto alle regole elaborate a partire dal dovere generale di amministrare secondo diligenza. Da sempre è difatti riconosciuta – per lo meno in teoria – l'insindacabilità delle scelte gestorie sotto il profilo dell'opportunità o esclusivamente sulla base dei risultati della gestione. Per un intervento polemico in questa direzione, piace qui segnalare lo scritto dell'autore statunitense F.A. Gevurtz, dal significativo titolo *Business Judgement Rule: Meaningless Verbiage or Misguided Notion?*, in *South. Cal. L. R.*, 1994, 287 ss.

Non è da escludere, ad ogni modo, che l'uso della formula della BJR, se non altro per l'accento che con essa si pone sulla discrezionalità imprenditoriale, possa aiutare a correggere, in qualche misura, la tradizionale tendenza del giudice di merito a fare propri giudizi troppo basati sul senno del poi e comunque poco attenti alle specificità della gestione d'impresa. Al tempo stesso, bisogna però evitare che la BJR, usata in modo poco accorto, per di più in un contesto come quello italiano, in cui la forza disciplinante dei meccanismi di mercato è quella che è, finisca per determinare eccessi nel senso opposto, creando zone franche poco desiderabili.

[33] I due termini, irragionevole e irrazionale, sono qui utilizzati come sinonimi, secondo l'uso che si direbbe ormai invalso (sul punto v., anche per riferimenti, F. Briolini, *Riflessioni in materia di "specifiche competenze", Business Judgement Rule ed estensione della responsabilità degli amministratori*, in *Riv. dir. soc.*, 2024, 29 ss., *ivi* 48, nt. 48).s Vale ad ogni modo la pena di ricordare che alcuni autori distinguono tra irrazionalità e irragionevolezza, per sostenere – se si intende bene – che le scelte degli amministratori possono essere sindacate in quanto irrazionali, cioè in relazione alle ragioni che hanno indotto a preferire una scelta ad un'altra, ma non anche in quanto irragionevoli, dove l'irragionevolezza sarebbe un qualcosa da valutare in relazione alle circostanze del caso concreto

In principio, ciò vale – in assenza di precisi obblighi di legge – per le scelte relative all'appropriazione e alla valorizzazione dell'innovazione e quindi alla gestione della PI (non dei terzi, ma) dell'impresa, cioè per l'IPM in senso proprio. In questo ambito, un raro esempio di attività vincolata, nel se e in qualche misura nel come, è l'iscrizione della privativa formale in bilancio (l'attività può ritenersi bene o male vincolata nel come, se non altro perché i diversi metodi di valutazione utilizzabili costituiscono pur sempre "*criteri tecnici generalmente accettati*" [34]).

Pure nell'ambito dell'IPM, gli spazi di discrezionalità in concreto disponibili si possono tuttavia ridurre fino al limite della discrezionalità tecnica [35]. E ciò per l'effetto i) di clausole statutarie, direttive della capogruppo, raccomandazioni dell'assemblea o decisioni dei soci, regolamenti aziendali, in conseguenza ii) dell'approvazione di piani strategici ai sensi dell'art. 2381, co. 3, c.c. e in genere dell'adozione di certe scelte di fondo (anche al di fuori di un piano strategico dell'organo amministrativo), come anche in ragione iii) delle linee di sviluppo dell'impresa riscontrabili nei fatti (a prescindere da una programmazione consapevole e magari formalizzata).

Si pensi, p.e., alla clausola statutaria che determina l'oggetto di una società costituita per gestire la PI del gruppo di appartenenza. Oppure ad un regolamento aziendale che definisce le procedure per la tutela delle informazioni riservate. Si pensi, ancora, alla scelta di fondo, con la quale si confrontano nel campo dell'intelligenza artificiale le imprese sviluppatrici, tra un modello *open source* e un modello proprietario, e alle implicazioni che una tale scelta può avere per la gestione della PI. Oppure, una volta presa la decisione di avvalersi della tutela del segreto

---

(tra vari, all'indomani della riforma del diritto societario del 2003, F. Vassalli, *L'art. 2392 novellato e la valutazione della diligenza degli amministratori*, ripubblicato in *Scritti giuridici*, Giuffrè, 2023, 825 ss., 833 s.). Al di là della complicazione linguistica, il senso del discorso, di per sé condivisibile, è che bisogna evitare di far per così dire rientrare dalla finestra, attraverso il medio dell'irragionevolezza, un controllo pieno sulla convenienza dell'atto.

[34] L'espressione è ripresa da Cass. pen., sez. un., 27 maggio 2016, n. 22474 (in tema di falso valutativo).

[35] Pure in relazione all'IPM può avere senso distinguere tra discrezionalità imprenditoriale e discrezionalità tecnica, sul presupposto dell'esistenza di principi e regole elaborati dalla scienza aziendalistica o da altre discipline tecniche, la cui applicazione nel caso concreto può a volte presentare margini di opinabilità, ma comunque non comporta una scelta tra obiettivi diversi ovvero una composizione di interessi potenzialmente confliggenti (p.e. adozione di un sistema di IPC, da un lato, e contenimento dei costi aziendali, dall'altro lato).

Sebbene non sia magari sempre possibile applicare questa distinzione in modo netto, il guadagno pratico consisterebbe nel riconoscimento di una più ampia sindacabilità dell'attività di pura e semplice applicazione di principi e regole tecnici (in questo senso, M. Libertini, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, 5 ss., 7 e S. Fortunato, *Assetti organizzativi e crisi d'impresa: una sintesi*, in questa *Rivista*, 2021, 549 ss., 577, nt. 51), come anche nella sua idoneità ad assicurare una più precisa e corretta delimitazione dei quesiti da affidare al c.t.u., senza indebite invasioni di campo nella discrezionalità imprenditoriale vera e propria.

anziché del brevetto, al conseguente dovere per l'organo amministrativo di adottare adeguate misure di protezione [36].

La stessa discrezionalità invece non sussiste, per lo meno non negli stessi termini, per l'IPC, *i.e.* la prevenzione e la gestione dei rischi relativi alla violazione della PI altrui. Secondo una ricostruzione (condivisibile, ad avviso di chi scrive), la *business judgement rule* incontra difatti un limite nel principio di legalità. Essa si applica, cioè, sul presupposto che le iniziative da valutare non risultino in una violazione di obblighi legali "esterni", incombenti sulla società [37].

---

[36] L'esempio è tratto da A. Ottolia, *Le clausole generali organizzative*, cit., 102.

[37] Il problema generale, dei doveri legali "esterni" dell'ente come limite alla discrezionalità dell'amministratore, trova nella dottrina italiana una considerazione limitata. Così, p.e., nella recente, pregevole, trattazione di P. Spada *et al.*, *La società per azioni*, in *Trattato di diritto privato*, a cura di G. Iudica, P. Zatti, Giuffrè, 2024 alla questione neppure si accenna. Nel senso del testo si veda, in una nota a piè di pagina, F. Bonelli, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo, G.B. Portale, Volume 4. *Amministratori e Direttore generale*, Utet, 1991, 323 ss., *ivi* 348, nt. 50, ripreso di recente da S. Ambrosini, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, Utet, 2022, t. II, 2003 ss., *ivi* 2017. Più possibilisti sull'ammissibilità di una valutazione costi-benefici da parte dell'amministratore si direbbero invece S. Fulco, M. Ventoruzzo, *Responsabilità civilistiche dei componenti gli organi di amministrazione e controllo e funzione di compliance*, in *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto?*, a cura di G. Rossi, Giuffrè, 2017, 366 ss.

Nella giurisprudenza di legittimità, si rinvengono indicazioni contrastanti nel tempo. La ormai risalente Cass. civ., sez. I, 27 luglio 1978, n. 3768 ha escluso la responsabilità dell'amministratore per il mancato pagamento di contributi previdenziali, in quanto la scelta nell'impiego nelle limitate risorse liquide della società implicherebbe "*apprezzamenti discrezionali non sindacabili* ex post *in sede di azione di responsabilità*".

Diversamente, la recentissima Cass. civ., sez. I, 25 marzo 2024, n. 8069 dà per scontato il contrario: "*merita appena di rimarcare, quanto ai confini della* business judgement rule, *che questa certamente non copre gli illeciti, tributari o no*". Nel caso di specie, l'illecito contestato agli amministratori era un omesso versamento dell'IVA, che a detta degli amministratori rispondeva tuttavia ad una prassi, avviata dai precedenti amministratori, consistente nell'omettere il versamento dovuto per legge, per rinviarlo ad esercizi in cui la società sarebbe stata più florida. Il fondamento di questa soluzione la Cassazione sembrerebbe rinvenirla – il condizionale è d'obbligo, attesa la brevità della motivazione sul punto – in una sorta di colpa specifica o presunzione assoluta di imprudenza dell'amministratore, nel caso di "*inequivoche violazioni di legge*" (secondo la regola generale, codificata nell'art. 43, co. 1, c.p., per cui si dà colpa in caso di "i*nosservanza di leggi*").

Nella giurisprudenza di merito, il mancato pagamento di imposte viene regolarmente inquadrato come inadempimento di doveri specifici (si vedano, tra le altre, App. Torino 25 maggio 2020, n. 552, in banca-dati Giurisprudenza delle imprese; Trib. Venezia 11 luglio 2024, n. 2423, *ibid*.; Trib. Venezia 26 giugno 2024, n. 1999, *ibid*.; Trib. Catanzaro 5 giugno 2024, n. 1165, *ibid*.; Trib. Milano 8 marzo 2024, *ibid*.). L'elevato numero di decisioni in materia (e, per converso, la difficoltà a rinvenire analoghe decisioni per altri tipi di illecito) induce a chiedersi se la particolare attenzione che, ai fini della responsabilità degli amministratori, si riserva alle obbligazioni tributarie (e previdenziali) abbia a che fare con il tipo di creditore, l'elevato grado di determinatezza dell'obbligazione tributaria o previdenziale (nell'*an*, nel *quantum*, nel *quando* e di solito anche nelle conseguenze per il caso di inadempimento) o qualche altra specificità, normativa o socioeconomica.

Se gli amministratori siano incorsi in un errore scusabile circa l'esistenza e la portata dell'obbligo legale esterno o la sua corretta osservanza, oppure se la società abbia tratto vantaggio dalla violazione di un tale obbligo diventano così questioni attinenti (non all'inadempimento del generale dovere di amministrare secondo diligenza, ma) rispettivamente all'elemento soggettivo dell'illecito e alla *compensatio lucri cum damno*, con conseguenze pratiche significative.

Si può certamente discutere del modo migliore di impostare queste due questioni, che all'atto pratico potrebbero risultare cruciali. Probabilmente, più aderente alla realtà e al contempo più coerente con le esigenze di una efficiente gestione dell'impresa è una ricostruzione che, nell'insieme, non risulti in una traduzione automatica, uno a uno, dei doveri legali "esterni" dell'ente in doveri "interni" degli amministratori rilevanti ai sensi dell'art. 2392 c.c.

Il tema generale si trova approfondito nel dibattito tedesco, che vale la pena qui richiamare a grandi linee. Nell'esperienza tedesca, il principio di legalità, come limite esterno alla discrezionalità degli amministratori, viene per lo più ricondotto, in assenza di una sua codificazione, all'interesse generale ad assicurare l'osservanza della legge da parte dell'ente. Esso comporta che gli amministratori sono tenuti a prevenire la commissione di illeciti da parte della società, e che nel giudizio sulla responsabilità degli amministratori non possono valere come esimente le valutazioni fatte sul momento circa la convenienza dell'illecito per l'ente. Dall'ambito di applicazione del cd. principio di legalità, come correntemente inteso, rimangono esclusi gli inadempimenti contrattuali (si ammette, quindi, ai fini della responsabilità degli amministratori il cd. *efficient breach of contract*) e, in principio, pure la violazione di leggi straniere (come nel caso del pagamento di tangenti, per assicurarsi un appalto pubblico in un Paese straniero, in cui la corruzione è endemica). Per uno stato dell'arte, *ex plurimis*, O. Sieg, M. Schultz, § 3. *Business Judgement Rule*, in *Corporate compliance*, IV ed., a cura di K. Moosmayer, T. Lösler, Beck, 2024, par. 33 ss.

Un ampio studio sull'argomento è K. Brock, *Legalitätsprinzip und Nützlichkeitserwägungen*, Duncker & Humblot, 2017. La tesi di fondo dell'a. è che, nel diritto tedesco, il principio di legalità non troverebbe un preciso fondamento di diritto positivo; e che agli amministratori sarebbe consentito, sulla base dell'art. 93 AktG (che nel 2005 ha codificato la BJR), di compiere valutazioni, in certi casi anche solo valutazioni sommarie di mera plausibilità, in ordine alla convenienza dell'illecito per la società. Al tempo stesso, l'a. riconosce tuttavia che in molti casi, secondo la tipologia di illecito, varrebbe comunque una presunzione di fatto di non convenienza. Al di là che si condivida o meno questa ricostruzione di fondo, il lavoro presenta un duplice pregio: oltre ad offrire una rassegna ragionata delle possibili giustificazioni del principio di legalità, cerca di tradurre in regole l'esigenza, che nella stessa dottrina tedesca si direbbe diffusamente avvertita, di circoscrivere la responsabilità "interna" degli amministratori in relazione agli obblighi legali "esterni", per renderla aderente alla realtà e funzionale ad una gestione efficiente dell'impresa.

Portata alle estreme conseguenze, la tesi di fondo dell'a., basata com'è sull'idea per cui la legge potrebbe essere legittimamente riguardata non come un limite, ma come un semplice costo per l'impresa, finirebbe tuttavia per rendere in ipotesi ammissibile perfino una strategia degli amministratori di sistematica ricerca di illeciti convenienti per la società. Più in generale, essa contrasta con l'idea, alla base di un sistema giuridico funzionante, che la legge dovrebbe possibilmente venire rispettata in quanto tale, per un fatto di intima adesione, prima ancora che per il timore di subire l'applicazione di conseguenze legali sfavorevoli. Per altro verso, si può pensare di argomentare che la zona franca assicurata dalla BJR non può coprire anche l'accettazione, da parte dell'amministratore, del rischio di un danno per la società, derivante da una condotta che si sa con sufficiente certezza non essere consentita dall'ordinamento giuridico.

Un'ipotesi ancora diversa, ma che nella pratica della PI ricorre con una certa frequenza, è che si dia un'obiettiva incertezza circa l'illiceità della condotta dell'ente. Nel qual caso, agli amministratori (o chi per loro) sarà richiesto di assumere una decisione propriamente discrezionale, sulla base di un'attenta valutazione dei pro e dei contro delle opzioni in concreto disponibili.

Ma pure a non voler aderire alla tesi del principio di legalità, rimane il fatto che la commissione da parte della società di illeciti penali, amministrativi, tributari, previdenziali ecc. produce tipicamente una serie di conseguenze pregiudizievoli (sanzioni penali e amministrative, condanne al risarcimento dei danni o restitutorie, spese legali, danno all'immagine, perdita di opportunità d'affari ecc.), che fanno apparire come non vantaggiosa per l'ente, già in una valutazione *ex ante*, una ipotetica ricerca di violazioni "efficienti". Per molti illeciti dovrebbe valere, in altre parole, una presunzione di fatto di non convenienza per la società.

Che si segua l'una o l'altra ricostruzione, la conclusione è quindi che sugli amministratori incombe un generale dovere di adoperarsi diligentemente per evitare la commissione di illeciti da parte della società, incluse le violazioni dell'altrui PI. Viene invece a configurare, almeno in parte, una questione di discrezionalità la scelta del come, essendo richieste al riguardo valutazioni circa l'effettiva utilità e l'economicità delle misure da adottare, nonché sulla loro compatibilità con l'esigenza di speditezza delle decisioni, propria di un'organizzazione imprenditoriale. Tuttavia, il riconoscimento di questa discrezionalità sul *quomodo* non toglie – come subito si vedrà – che si possano individuare al riguardo alcune regole di condotta piuttosto precise.

Una prima situazione tipica è quella in cui la società riceva una diffida per la violazione di una privativa altrui [38]. L'amministratore (o chi per lui) non può semplicemente ignorarla, ma, al contrario, deve valutarne attentamente la fondatezza, per poi decidere come reagire, se del caso con l'assistenza di un esperto di PI.

Se però – come spesso accade in materia di PI – la sussistenza dell'illecito è obiettivamente incerta, l'amministratore (o chi per lui) deve compiere una valutazione dei pro e dei contro delle opzioni in concreto disponibili, tra cui anche proseguire l'attività contestata o attivarsi per cercare di ottenere una licenza ad un prezzo conveniente.

È appena il caso di precisare che pure qui la prudenza richiesta è quella di un gestore d'impresa [39] (che – come si sa – agisce in condizioni d'incertezza e sotto la pressione della concorrenza, con assunzione deliberata di rischi, inclusi i rischi

[38] Sulla diffida come strumento di composizione stragiudiziale delle controversie in materia di PI e di concorrenza sleale, sia consentito rinviare a Ph. Fabbio, *Diffide e dichiarazioni di desistenza nel contenzioso industrialistico*, in *Riv. dir. ind.*, 2018, I, 412 ss.

[39] Sul tema generale della prudenza richiesta all'amministratore si veda, per tutti, F. Vassalli, *Responsabilità verso la società. Azione di responsabilità. Azione sociale di responsabilità esercitata dai soci*, ripubblicato di recente in *Scritti giuridici*, Giuffrè, 2023, t. II, 851 ss., *ivi* 860.

legali). In altre parole, la constatazione che una certa iniziativa imprenditoriale comporta un rischio (non la certezza o un'elevata probabilità) di violare una privativa altrui di per sé ancora non impone di rinunciare a quell'iniziativa. Peraltro, proprio nel campo della PI si possono determinare situazioni, in cui non solo è in principio legittimo, ma per la società risulta pure conveniente cercare di spingersi fino al limite del massimo consentito.

Le cose stanno diversamente, se ad un esame attento la contestazione del terzo si rivela invece fondata. In tal caso, non potrà valere come esimente per l'amministratore (o difficilmente potrà valere come esimente, anche a non voler seguire la tesi del principio di legalità) la circostanza che i rischi connessi alla commissione dell'illecito erano stati adeguatamente valutati, nell'interesse della società. In questo senso la decisione è quindi da ritenersi vincolata.

Allo stesso modo si deve ragionare in tutte quelle situazioni, in cui si abbia notizia o comunque si abbia consapevolezza di una possibile violazione dell'altrui PI (grazie p.e. alla segnalazione, sufficientemente circostanziata e credibile, di un cliente).

Proseguendo nella rassegna di situazioni tipiche, è normale e ragionevole, se si progetta di fabbricare e commercializzare un nuovo prodotto ad alto contenuto tecnologico, che si proceda ad una preventiva *freedom-to-operate analysis* [40]; oppure, se ci si propone di iniziare ad usare e magari di registrare un certo segno distintivo, che si effettui prima una ricerca di anteriorità. Ancora, pare scontato che per i software destinati ad essere utilizzati nell'impresa ci si preoccupi di acquisire le necessarie licenze [41].

Se la società opera in un settore in cui è diffuso il ricorso alla PI, o comunque il rischio di violare privative altrui è elevato, si dovrà inoltre valutare l'adozione di un vero e proprio sistema di IPC [42]. Si dovrà cioè scegliere in modo consapevole se istituzionalizzare un insieme strutturato di meccanismi di prevenzione e gestione del rischio di violare privative altrui.

---

[40] B. Holdorf, *Zivilrechtliche Haftung*, cit., 1375.

[41] Cfr. Trib. Milano, sent. 17 marzo 2025, in *Ann. it. dir. aut.*, 2025, n. 78/2025, che ha affermato la responsabilità *ex* art. 2395 c.c. del presidente del c.d.a. di una s.r.l., in un caso in cui la società metteva a disposizione dei propri clienti postazioni informatiche dotate di software ad uso professionale non debitamente licenziati. La responsabilità dell'amministratore veniva fatta discendere dalla violazione del generale dovere di vigilanza e, in particolare, dal non avere verificato che le "*risorse necessarie per lo svolgimento dell'attività dell'azienda*" fossero "*lecitamente procurate*". Tuttavia, la brevità della motivazione non consente di stabilire fino a che punto sia stata effettivamente discussa tra le parti e verificata dal giudice la portata di tale obbligo nel caso concreto, avendo riguardo allo specifico contesto in cui si inseriva la condotta omissiva dell'amministratore.

[42] Per una riflessione sul tema degli assetti organizzativi adeguati in materia di IPC, con particolare riguardo ai modelli 231, nonché agli obblighi organizzativi previsti dalla legislazione di settore europea a tutela del diritto d'autore, C. Motti, *Adeguatezza degli assetti organizzativi e prevenzione degli illeciti in materia di proprietà industriale*, in *Ann. it. dir. aut.*, 2025, 22 ss.

È bene tuttavia precisare che sarebbe eccessivo, tanto più in assenza di specifiche previsioni legislative in tal senso, assumere indiscriminatamente come doverosa in materia di PI l'istituzione di un sistema di *compliance* (inteso come semplice funzione, distribuita tra più uffici o addirittura esternalizzata, o – in aggiunta – anche come struttura aziendale). Come, del resto, non si può in generale ritenere sempre e comunque dovuta, anche alla luce dell'art. 2086, co. 2, c.c., l'adozione di un vero e proprio sistema di *corporate compliance* [43].

Un'indicazione di principio nello stesso senso, specificamente per la materia della PI, si ricava *a contrario* dall'art. 6 del t.u. sulle società a partecipazione pubblica. L'articolo in questione prevede sì l'adozione di "*regolamenti interni volti a garantire la conformità dell'attività della società* […] *alle norme di tutela della proprietà industriale o intellettuale*", ma pur sempre come strumento di cui la società è tenuta a valutare l'opportunità (neppure per le società pubbliche sussiste, cioè, un obbligo diretto di adottare di questi regolamenti), e in ogni caso sul presupposto che sia opportuno spingere le società pubbliche ad adottare *best practices*, che per converso rimangono in principio facoltative per le società private [44].

Tutto ciò ovviamente non esclude che, in particolari contesti, anche di piccola e media impresa, l'adozione di un sistema interno di IPC possa essere la norma. Nel qual caso, una diversa scelta dell'organo amministrativo richiederà un'adeguata giustificazione.

È ovvio, infine, che non si può pretendere, già solo in considerazione del fattore costi, l'adozione di ogni e qualsiasi misura, che appaia in concreto idonea a prevenire la commissione di illeciti [45]. Come è ovvio che non si può pretendere un

---

[43] Si potrebbe pensare, in ipotesi, di argomentare che l'adozione di un vero e proprio sistema di compliance generale, fatto di regole e procedure predefinite e magari con un ufficio dedicato, sia sempre e comunque doverosa, come conseguenza del principio di legalità, in combinazione con il principio di adeguatezza degli assetti organizzativi *ex* art. 2086 c.c. L'art. 2086 c.c., del resto, non distingue in ragione del tipo di rischio da prevenire e, soprattutto, non circoscrive l'obbligo di adeguatezza degli assetti organizzativi alla prevenzione di soli rischi esistenziali.

Un obbligo indiscriminato di questo genere sarebbe tuttavia fuori dalla realtà e per molte organizzazioni del tutto antieconomico. Il principio di proporzionalità rispetto alle dimensioni e al tipo di impresa, di cui al nuovo art. 2086 c.c., va pertanto inteso, ragionevolmente, nel senso che organizzazioni più semplici possono al limite anche decidere di non definire esplicitamente una funzione di compliance e, a maggior ragione, di non dotarsi di un'apposita struttura.

Tendenzialmente in questo senso sembra potersi leggere anche M.S. Spolidoro, *La funzione di compliance nel governo societario*, in *La corporate compliance: una nuova frontiera del diritto*, a cura di G. Rossi, Giuffrè, 2017, 167 ss., 186, in relazione all'art. 2381, co. 5, c.c. Evidenziano che, in principio, non vi è un obbligo legale di prevedere una funzione di compliance neppure nelle società quotate "comuni" S. Fulco, M. Ventoruzzo, *Responsabilità civilistiche*, cit., 355.

[44] M. Libertini, *I principi fondamentali sull'organizzazione e sulla gestione delle società a controllo pubblico (art. 6, d.lgs. 175/2016)*, in *Federalismi*, n. 24/2016, 2 ss., 3 e 7.

[45] V., per tutti, S. Fulco, M. Ventoruzzo, *Responsabilità civilistiche*, cit., 364.

azzeramento del rischio [46], rientrando nella fisiologia, tanto più nel caso di organizzazioni imprenditoriali di una certa complessità, l'eventualità di illeciti occasionali e di minore importanza. Tutto ciò vale in generale, ma vale a maggior ragione nel campo della PI, considerata l'incertezza che sotto vari aspetti caratterizza la materia.

5. *B) Il ruolo di guide, specifiche tecniche e prassi di riferimento*

Se la *business judgement rule* vale per l'*IP compliance* solo in misura limitata, lo stesso non può dirsi per l'*IP management*. Non solo le scelte degli amministratori in questo ambito sono caratterizzate da un'ampia discrezionalità, ma è anche difficile, per quella che è la realtà dell'IPM, operare generalizzazioni utili per costruire uno standard di valutazione semplice e di immediata applicazione.

Non è di per sé risolutiva a questo proposito l'esistenza di linee-guida, norme tecniche e simili, provenienti da organismi pubblici e privati. Le stesse possono bensì concorrere nella definizione del metro di giudizio, ma – come si vedrà – il loro peso è relativo e, in ogni caso, varia secondo le circostanze del caso concreto.

In anni recenti, si sono ad ogni modo moltiplicate le iniziative rivolte a diffondere una cultura imprenditoriale dell'IPM, con la pubblicazione da parte di istituzioni specializzate di guide, norme tecniche e prassi di riferimento. Di qui la domanda di quale rilievo si possa attribuire a questi documenti, trattandosi di valutare l'operato degli amministratori.

Il tema più generale è quello, noto, del recepimento nel diritto societario – oggi in particolare attraverso gli artt. 2392, 2086, 2380 *bis*, co. 1, secondo periodo, 2403 e 2497, co. 1, primo periodo, c.c. – di criteri extra-legislativi e, in particolare, dei principi e delle regole di buona gestione elaborati dalla scienza aziendalistica e/o codificati da organismi di normazione (o, al limite, oggetto di raccomandazioni, di per sé non vincolanti, di autorità pubbliche).

Per ciò che specificamente concerne l'IPM, a venire in considerazione sono: da un lato, le guide, per lo più guide brevi, di istituzioni europee e internazionali (Commissione Europea, EUIPO, EPO, European Patent Academy e Camera di Commercio Internazionale), generali o speciali, per tipi di privativa (brevetti, marchi ecc.) e/o settori economici (es. settore della moda) e/o modi di impiego (es. licenze) [47]; e, dall'altro lato, le norme e le prassi codificate da organismi di normazione. Tra queste si segnalano in particolare i) la norma ISO 56005:2021 "*Gestione dell'innovazione – Strumenti e metodi per la gestione della proprietà intellettuale*" [48] e ii) la bozza di prassi di riferimento UNI, sottoposta a consultazione

[46] V., tra gli altri, M.S. Spolidoro, *La funzione di compliance*, cit., 173.

[47] V. sopra nt. 4.

[48] V. sopra nt. 6.

pubblica nel 2024, in tema di "*requisiti relativi alla figura professionale dell'IP manager*" [49].

In questi documenti si definiscono obiettivi, strategie, strumenti, ruoli, competenze e procedure per un efficace IPM. Non è previsto un meccanismo di certificazione, neppure per le norme e le prassi elaborate dagli organismi di normazione. Rimane tuttavia concepibile un'attestazione di conformità da parte di operatori professionali terzi [50].

L'utilità di una tale attestazione sarebbe anzitutto di tipo reputazionale: per l'impresa nei rapporti con finanziatori, acquirenti e partner industriali e commerciali; per chi lavora nell'impresa, come IP manager o comunque con funzioni e responsabilità collegate alla PI, nel mercato del lavoro. Inoltre, un'attestazione di conformità proveniente da un terzo indipendente può contribuire all'obiettivo di realizzare un IPM di qualità, fermo restando che conformità di per sé non significa qualità effettiva (l'efficacia di un sistema di IPM dipende infatti dalla sua aderenza alle specifiche esigenze dell'impresa e dalla sua concreta attuazione) [51]. La stessa può infine servire a precostituire una prova in ordine alla correttezza dell'operato degli amministratori [52]. Altrettanto dicasi per audit e controlli interni.

Secondo un'opinione, le specifiche tecniche degli organismi di normazione in materia di IPM si presterebbero senz'altro a definire la diligenza richiesta agli amministratori [53]. In realtà bisogna distinguere.

In generale, le previsioni contenute in guide, specifiche tecniche o prassi di riferimento non si possono tradurre indiscriminatamente in obblighi giuridici per gli amministratori, neppure per il medio delle disposizioni di legge sulla responsabilità per *mala gestio*.

Per un verso, infatti, previsioni di questo tipo sono di per sé prive di vincolatività giuridica nei confronti dei loro ideali destinatari. Per i prodotti degli enti di normazione si rinviene addirittura una espressa indicazione del legislatore in tal senso (cfr. art. 2, co. 1, regolamento UE 1025/2012 sulla cd. normazione europea) [54].

Per altro verso, i documenti in questione definiscono *best practices* o prassi virtuose. Si tratta cioè di modelli ideali, che possono differire notevolmente dalla realtà normale delle imprese, e che per essere attuati in modo efficace richiedono

---

[49] V. sopra nt. 7.

[50] A. Mittelstaedt, *Die neue DIN-Norm 77006*, cit., 399.

[51] A. Mittelstaedt, *Die neue DIN-Norm 77006*, cit., 400.

[52] K.H. Withus, *Die Angemessenheit eines CMS – eine rein juristische Bewertung oder anerkannter Stand von betriebswirtschaftlichen Grundsätzen?*, in *Corporate Compliance Zeitschrift*, 2015, 139 ss., 141 s. (con riferimento, in generale, alla certificazione di sistemi di *compliance*).

[53] In questo senso, genericamente, A. Mittelstaedt, *Die neue DIN-Norm 77006*, cit., 400.

[54] L'art. 2, co. 1, regolamento UE 1025/2012 recita come segue: "*Ai fini del presente regolamento si intende per 1) 'norma': una specifica tecnica, adottata da un organismo di normazione riconosciuto, per applicazione ripetuta o continua, alla quale non è obbligatorio conformarsi, e che …*".

comunque condizioni di contesto, che non è detto ricorrano nel caso concreto, a cominciare dalle conoscenze e dalle risorse di cui dovrebbe disporre l'organizzazione.

Per questo tipo di previsioni può quindi valere quello che vale in generale per i principi e le regole elaborati dalla scienza aziendalistica, quando questi sono evocati nel contesto della responsabilità degli amministratori: perfino principi e regole di buona gestione condivisi dagli esperti e validati dalla prassi non si traducono automaticamente in doveri giuridici degli amministratori [55].

Nel caso dell'IPM, ma è una considerazione che può valere per molte indicazioni della scienza aziendalistica, si aggiunge che i modelli offerti da guide regole tecniche e prassi di riferimento hanno solo un valore di massima, e richiedono – come si sottolinea in questi stessi documenti – di essere volta per volta specificati e adattati alla situazione concreta [56].

Da tutto ciò deriva che alle *best practices* in materia di IPM, codificate da istituzioni e organismi di normazione, si può pensare di riconoscere, in senso sfavorevole per l'amministratore, al più un valore di generica presunzione, per lo meno nel caso di imprese più grandi e attrezzate, per le quali la PI rappresenta un fattore essenziale, e che magari già implementano un qualche sistema di IPM.

In altre parole, ci sono situazioni, in cui la diligenza professionale che si richiede a chi – come si legge nella giurisprudenza di legittimità – "*sia preposto ad un'impresa di tal genere*" [57] può essere misurata anche su *best practices* normate, ma senza rinunciare ad un apprezzamento complessivo delle circostanze del caso concreto e comunque sempre nell'ambito di un giudizio normativo.

Per le imprese restanti, la maggior parte, il discorso si fa per forza di cose più differenziato. Ma pure per l'impresa piccola e media non si può a priori escludere una qualche rilevanza, anche solo di massima, di queste *best practices* come parametro di valutazione della diligenza professionale richiesta nelle scelte relative all'IP.

---

[55] In Germania, dove il tema si trova maggiormente approfondito, v., per tutti, H. Fleischer, *ad* art. 93 AktG. *Sorgfaltspflicht und Verantwortlichkeit der Vorstandsmitglieder*, in Beck-online. *Großkommentar. Aktienrecht*, a cura di G. Spindler, R. Stilz, Beck, agg. 1.10.2024, parr. 60 e 66 (sotto la voce *Betriebswirtschaftliche Grundsätze ordnungsgemäßer Unternehmensführung*), ed *ivi* riff. ult.

[56] V. p.e., UNI EN ISO 56002:2021 – *Gestione dell'innovazione*, punto vii), dove si legge: "*There is no universally appropriate IP strategy, since an IP strategy should be tailored to the needs of an organization's business and innovation strategies. IP strategy is diverse depending on the context of the organization, such as external and internal issues, including the maturity of the organization's innovation management*".

Nella stessa letteratura giuridica in tema di IPC e di IPM, letteratura peraltro piuttosto scarna, si tende a descrivere – in un'ottica cautelativa, ma forse anche per via del taglio di guida pratica di questi contributi – quello che per gli amministratori sarebbe consigliabile fare, e non quello che è giuridicamente doveroso.

[57] L'espressione è ripresa da Cass. civ., sez. I, 24 agosto 2004, n. 16707.

Dall'osservanza di *best practices* normate può invece derivare una presunzione a favore degli amministratori. Se sono stati intrapresi ragionevoli sforzi per attuare un sistema di IPM conforme alle *best practices*, o addirittura è stata ottenuta un'attestazione di conformità, ciò depone pur sempre per la correttezza dell'operato degli amministratori.

Un'ipotesi particolare, infine, è quella della società, nella quale ci si sia autovincolati a seguire *best practices* normate. Il vincolo può essere implicito nel fatto dell'adozione di un corrispondente modello organizzativo, o derivare dall'assunzione di impegni formali, contenuti p.e. in atti di programmazione dell'organo amministrativo. In tal caso, viola i suoi doveri l'amministratore che non si adoperi con diligenza per dare seguito a tali impegni o semplicemente li ignori senza un giusto motivo.

6. *C) Singoli fattori e criteri di valutazione*

Al di là del possibile rilievo delle *best practices* normate, diversi sono i fattori e i criteri che vengono in considerazione, dovendo valutare l'operato degli amministratori in materia di IPM. Alcuni riguardano le caratteristiche e le strategie dell'impresa interessata. Altri riguardano il contesto in cui questa opera. Altri ancora sono invece di carattere per così dire soggettivo, sono cioè specifici al singolo amministratore.

Il peso di ciascun fattore o criterio può variare, secondo il tipo di decisione e più in generale secondo le circostanze del caso concreto. La realtà dell'IPM si presenta difatti variegata. Le relative scelte sono per lo più espressione di discrezionalità imprenditoriale. Di conseguenza, affidarsi a generalizzazioni e valutazioni tipizzanti, in vista di un controllo sull'operato degli amministratori, è possibile, ma solo fino ad un certo punto. Al più si può quindi pensare di definire un cd. *bewegliches System* (= sistema mobile), cioè di individuare un insieme di fattori e criteri per così dire a geometria variabile [58].

[58] Il sistema mobile è una proposta metodologica, che si è iniziato a teorizzare verso la metà del secolo scorso in materia di responsabilità civile. L'idea è che a volte possa essere conveniente ragionare non tanto o soltanto in termini di fattispecie rigide (e quindi di *Fallgruppen* in senso stretto), ma anche, in aggiunta o in alternativa, in termini di fattori e criteri di valutazione flessibili o appunto "mobili". Vale a dire, fattori e criteri il cui peso relativo può variare secondo le circostanze del caso concreto, sicché un criterio può sostituirsi o bilanciarsi con altri criteri in un gioco d'insieme dall'esito variabile, anche per ciò che concerne l'intensità degli effetti giuridici. In sede di interpretazione, l'ambito elettivo di applicazione di questo approccio metodologico sono, evidentemente, le clausole generali e i concetti giuridici indeterminati.

L'iniziale elaborazione della nozione di "sistema mobile" la si deve al giurista austriaco Walter Wilbur, che a partire dalla monografia *Die Elemente des Schadensrecht*, Elwert, 1941 l'ha poi ulteriormente sviluppata in vari suoi interventi e opere, tra i quali la spesso citata prolusione da rettore

(A) Senza pretesa di esaustività, e non necessariamente in ordine di importanza, un primo fattore è, semplicemente, nella disponibilità di diritti di PI. Questa, infatti, già comporta la necessità di operare delle scelte, per le quali è comunque richiesto un certo grado di competenza e attenzione in materia.

Un aspetto forse paradossale in tutto ciò è questo: una volta che l'impresa inizia a occuparsi della sua PI e, quindi, decide di acquisire diritti di privativa e magari di darsi un piano o una politica in materia, ne possono derivare maggiori vincoli per l'agire degli amministratori, quanto meno in ordine alla ponderazione delle scelte e all'organizzazione dell'attività (in altre parole, se si decide di fare, bisogna fare sul serio).

B) Un secondo fattore è nel ruolo, più o meno importante o addirittura essenziale, che la PI assume in quel settore, per quel tipo di impresa o in quell'impresa in particolare.

Così, p.e., sarebbe singolare e richiederebbe una particolare giustificazione, se un produttore farmaceutico, che tipicamente investe ingenti risorse in attività di ricerca e sviluppo, omettesse poi di adottare una studiata strategia brevettuale e in genere di gestione dei risultati innovativi, come del resto è la norma nel settore. Una casa di moda difficilmente potrebbe fare a meno di un'accorta politica del *brand* e, quindi, non occuparsi di marchi, eventualmente anche di disegni e modelli, nonché di contrasto alla contraffazione. Un editore di libri o un produttore cinematografico non possono non occuparsi di certi aspetti relativi all'acquisizione e alla gestione dei diritti d'autore. Oppure si pensi al caso, ricorrente nella prassi, di una holding, alla quale venga affidata la gestione accentrata della PI del gruppo.

C) Un terzo gruppo di fattori riguarda caratteristiche dell'impresa che, secondo le circostanze, possono operare come limitazioni o, al contrario, come fattori abilitanti. Si pensi, in particolare, al grado di maturità dell'impresa, alla disponibilità di risorse (finanziarie, umane ecc.), alle conoscenze accumulate e alle esperienze pregresse nel campo della PI e dell'IPM. Dagli amministratori di una piccola impresa

---

dell'Università di Graz, *Entwicklung eines beweglichen Systems im bürgerlichen Recht*, Kienreich, 1950.

La proposta metodologica di Wilbur ha suscitato in Austria e in Germania reazioni miste (cfr. R. Hepting, recensione a F. Bydlinski, H. Krejci, B. Schilcher, V. Steininger (a cura di), *Das bewegliche System im geltenden und künftigen Recht*, Springer, 1986, in *AcP* 1988, 76 ss.). Pur venendo percepita da alcuni come potenzialmente pericolosa per la certezza del diritto, e pur non essendo mai divenuto uno standard metodologico generalmente accettato (alcuni manuali e trattati di metodo giuridico neppure la menzionano oppure la considerano solo a margine), essa ha comunque conosciuto una certa diffusione (cfr. T.M.J Möllers, *Legal Thinking Consequences for the Role of Legal Methods in Legal Training*, in *juscivile*, 2020, 1417 ss., 1430 s.), tanto che oggi la si trova evocata ed applicata nei più diversi settori dell'ordinamento (cfr. H. Koziol, *Das bewegliche System. Die goldene Mitte für Gesetzgebung und Dogmatik*, in *Austrian Law Journal*, 2017, 160 ss., 166 ss.). Di recente ne offre una ricostruzione in chiave principalmente storica la monografia di S.K. Paas, *Das bewegliche System. Zur Karriere einer juristischen Denkfigur*, Mohr Siebeck, 2021 (segnalata tra i libri giuridici del 2020 da R. Zimmerman, nella rubrica *Juristiche Bücher des Jahres – Eine Leseempfehlung*, in *JZ*, 2021, 991 ss., 995 s.).

ancora in fase di avvio non si potrà in generale pretendere, sul versante dell'IPM, lo stesso sforzo di una grande impresa, matura, strutturata, dotata di ben altre risorse e magari con esperienza sul campo [59]. Ma ciò non toglie che, in certi settori (si pensi oggi alla *start-up* farmaceutica, biotecnologica o *medtech* [60]), sia richiesta fin dall'inizio una politica consapevole di acquisizione di diritti di PI, a garanzia della sopravvivenza e dello sviluppo dell'impresa.

D) Proseguendo nell'elencazione, vi sono poi i fattori che rilevano solo per il singolo amministratore in applicazione del criterio legale della diligenza "*richiesta dalla natura dall'incarico e dalle loro specifiche competenze*" (art. 2392, co. 1, primo periodo, c.c.), segnatamente il possesso di uno specifico *expertise* o la titolarità di deleghe in materia di PI.

Si pone cioè la questione se la diligenza professionale, che si richiede ad un amministratore di società, includa sempre anche uno standard minimo di perizia e di preparazione personale in materia di IP e IPM, per gli aspetti giuridici e aziendalistici.

Certamente vi sono imprese e settori, che in materia di IP e di IPM richiedono un elevato grado di perizia e di preparazione, ma pur sempre da parte dell'organizzazione considerata nel suo complesso. In questi casi, l'amministratore – secondo le regole generali [61] – non deve essere per forza un esperto, ma deve essere in grado, con l'assistenza di specialisti e, occorrendo, anche attraverso un'adeguata organizzazione interna, di riconoscere i problemi che la materia in concreto pone e di assicurare decisioni informate e ponderate.

In questo campo, il ricorso a figure specializzate è difatti la regola, atteso il carattere altamente tecnico e specialistico dell'IP. A volte è sufficiente l'assistenza prestata da professionisti esterni (mandatari, avvocati e consulenti aziendali). Altre volte i costi, la quantità e la complessità del lavoro sono magari tali da richiedere un'IPM più sofisticato e da consigliare l'adozione di una corrispondente organizzazione interna, con funzioni e figure dedicate, come quella dell'IP manager.

In definitiva, quello che conta all'atto pratico – come del resto avviene per altri saperi specialistici, che possono essere richiesti nella gestione di un'impresa – non è tanto la preparazione personale dell'amministratore in materia di IP e di IPM, quanto la sua capacità di riconoscere in questo ambito le esigenze dell'impresa e di organizzarne in modo corrispondente l'attività.

---

[59] In questo senso anche A. Ottolia, *Le clausole generali organizzative*, cit., 99 e *passim*.

[60] Cfr. M. Granieri, *Intellectual Property for Managers*, cit., 176.

[61] Da ultimo, E. Marchisio, *La responsabilità dei preposti*, in P. Spada *et al.*, *La società per azioni*, cit., 1238 ss., 1261.

7. *D) Una possibile casistica*

Volendo elaborare una casistica delle scelte gestorie in materia di PI, si può pensare di raggrupparle secondo diversi criteri.

Al giurista specializzato in PI verrebbe probabilmente naturale distinguere secondo i diversi momenti del "ciclo di vita" della privativa: acquisto, iscrizione in bilancio, mantenimento o rinnovo, tutela, atti dispositivi. Questa prospettiva sarebbe però poco utile ai nostri fini, perché troppo legata alla dimensione tecnico-giuridica dell'IPM e, per converso, poco attenta alla dimensione aziendalistica o manageriale.

Una diversa impostazione sarebbe, in ipotesi, quella dell'aziendalista, che distingue tra i vari aspetti dell'IPM in vista dell'elaborazione di *best practices* manageriali. Pure questa prospettiva potrebbe però non essere la più adatta ai nostri fini, proprio perché legata all'obiettivo di ottimizzare le scelte e i processi gestionali. Dovendo trattare di responsabilità giuridiche, non interessa tanto quello che sarebbe conveniente che gli amministratori facessero, ma quello che gli amministratori non possono o non devono fare.

Più promettente, dal punto di vista del guadagno conoscitivo, si direbbe invece una sistematica che, rispetto alle scelte gestionali in materia di PI, distingua a seconda che la privativa venga in considerazione – secondo una terminologia invalsa – più come *commodity* o più come *strategic asset*. Infatti, maggiore è la componente strategica della decisione, più ampio diventa il margine di discrezionalità che si deve riconoscere all'amministratore.

Seguendo questo approccio, un primo tipo di scelte sono allora quelle in cui la PI viene in considerazione soprattutto come *commodity*. Dovrebbero essere queste, di massima, le scelte di più facile e immediata valutazione. Si pensi, in particolare, alla svendita della privativa, cioè a una cessione della privativa a prezzo vile, magari in conflitto di interessi; alla falsa rappresentazione della privativa in bilancio; al mancato mantenimento o rinnovo della privativa formale (brevetto, marchio registrato, modello registrato, nome a dominio) per disattenzione o comunque senza giustificato motivo; al limite, anche alla mancata adozione di misure idonee a proteggere il segreto, sempre – s'intende – in assenza di un giustificato motivo [62].

Il secondo tipo di scelte riguarda la difesa della propria PI, in sede stragiudiziale, amministrativa e giudiziale. In questo tipo di scelte, il ruolo delle valutazioni strategiche è tendenzialmente maggiore. Al riguardo ha senso distinguere tra difesa "passiva" (quando la privativa viene contestata dall'Amministrazione o da un terzo) e "attiva" (quando un terzo viola la privativa).

---

[62] In questo senso, v. già M. Bertani, *Struttura e contenuto*, cit., 624 s., testo e nt. 14, che evidenzia il nesso tra tutela delle informazioni riservate e il dovere generale *ex* art. 2381, co. 5, c.c. di predisporre adeguati assetti organizzativi.

Nella difesa passiva, sarebbe in realtà singolare che, a fronte di rilievi o contestazioni provenienti dall'Amministrazione o da terzi, non ci si ponesse il problema di valutarne la fondatezza e, più in generale, di raccogliere gli elementi necessari per decidere sul da farsi con cognizione di causa (ritirare o modificare la domanda di brevetto; resistere nel procedimento di opposizione o ricercare un accordo con l'opponente; ecc.). Ma già in questo tipo di decisioni ci possono essere margini più o meno ampi per valutazioni strategiche.

I fattori da ponderare sono vari, tra cui: i costi della difesa, gli investimenti sostenuti (per sviluppare l'innovazione che si vuole brevettata, per lanciare il nuovo *brand*, per avviare la produzione di beni recanti quel marchio ecc.), la "fase di vita" della privativa (in particolare, può fare differenza la circostanza che la privativa si fondi su di un titolo già rilasciato e venga normalmente sfruttata), più in generale l'importanza che la stessa riveste nell'economia di quell'impresa, l'entità del rischio di non conseguirla o di perderla. Ciò non di meno, se la privativa è di sufficiente interesse per l'impresa, è normale che si intraprendano ragionevoli sforzi per difenderla. Rimane difatti la considerazione di fondo che, se non si fa nulla, si rischia di perdere o di non acquisire la privativa, vanificando investimenti, avviamento ecc.

Nella difesa attiva, la componente di valutazione strategica, più difficile da sindacare, tende ad assumere un peso ancora maggiore. Di massima, non sarebbe tuttavia giustificato, quando si abbia notizia di violazioni delle proprie privative, un atteggiamento di assoluta inerzia, trattandosi pur sempre di una fonte di possibile pregiudizio per l'impresa. In altre parole, avendo notizia di probabili violazioni, è normale quanto meno porsi il problema del se e, nel caso, del come reagire.

D'altra parte, condurre attività di contrasto alla contraffazione non sempre conviene. Dipende difatti dall'entità della minaccia, dai costi e dall'efficacia attesa degli strumenti disponibili, dal rischio di contro-iniziative del terzo che potrebbero determinare la perdita della privativa (tipicamente, eccezioni di nullità [63]) o altre conseguenze pregiudizievoli (come nel caso di eccezioni fondate sul diritto antitrust). A volte, il titolare della privativa tollera la contraffazione, nella convinzione che questa non sia più di tanto dannosa, e possa addirittura recare vantaggi, per esempio accrescendo il prestigio del *brand*. La scelta di non reagire deve ad ogni modo trovare una spiegazione, fosse anche *ex post*, plausibile e ragionevole.

Diverso è il discorso, almeno per la maggior parte delle imprese, per quel che riguarda la ricerca attiva di violazioni, attraverso un'attività di monitoraggio del mercato più o meno sistematica, sofisticata e costosa. Ciò non di meno, ci sono settori economici e realtà d'impresa, in cui la difesa attiva delle proprie privative, anche in forme avanzate, è prassi, sicché una diversa scelta da parte dell'amministratore richiederebbe, di nuovo, una plausibile giustificazione.

[63] Diffusamente (con i dati di statistiche per gli Stati Uniti), M. Granieri, *Intellectual Property for Managers*, cit., 139 s.

Un terzo tipo di scelte sono quelle in cui la PI viene in rilievo (non tanto come *commodity*, ma) più che altro per la sua valenza strategica. Si pensi, p.e., alla scelta fondamentale se brevettare, oppure continuare a sfruttare l'invenzione in regime di segreto, oppure ancora rendere pubblica l'invenzione e/o puntare su mezzi informali di appropriazione dell'innovazione, diversi dalla PI. Oppure, se si decide di brevettare, che cosa esattamente, quando e per quali Paesi brevettare [64]. Oppure ancora se e come regolare gli aspetti legati alla PI nei rapporti con un partner industriale o commerciale. In questo tipo di situazioni, l'incertezza con la quale ci si confronta è decisamente più elevata, e la componente di valutazione strategica è maggiore. Di conseguenza, diventa di massima più difficile sindacare l'operato dell'amministratore.

Un quarto tipo di scelte sono infine quelle organizzative. Si discute, in generale, se o fino a che punto le scelte sugli assetti organizzativi rientrino nell'ambito di applicazione della BJR [65]. Nel campo dell'IPM, l'adeguatezza dell'organizzazione andrà in ogni caso valutata, per rimanere aderenti alla realtà, tenendo presente il ruolo che la PI tipicamente svolge nella vita delle imprese.

Tradotto in termini operativi, ciò significa che non si può assumere l'esistenza di un obbligo indiscriminato di prevedere una funzione aziendale di IPM, neppure nel caso in cui la società sia titolare di diritti di PI. A maggior ragione, non sussisterà un obbligo indiscriminato di designare un IP manager o di istituire un ufficio dedicato all'IPM. Scelte di questo tipo sono proprie di organizzazioni più mature e attrezzate, in cui la PI non solo è un fattore importante, ma ha anche raggiunto una certa massa critica. Difficilmente si potrà poi pretendere dagli amministratori, tenuto conto di quella che è l'esperienza comune, una piena integrazione dell'IPM nelle strategie generali dell'impresa. È invece normale, atteso il carattere specialistico dell'IPM, il ricorso a competenze professionali specifiche, se del caso anche solo esterne.

Sicuramente, la classificazione qui proposta si può ancora arricchire (si pensi, tra l'altro, alla questione delle scelte "infedeli"). Come, del resto, è suscettibile di essere ulteriormente sviluppato tutto il discorso della responsabilità degli amministratori in materia di IPM. Ma le situazioni tipiche che si sono fin qui esaminate dovrebbero anche essere quelle, in cui si manifestano in modo più riconoscibile le specificità della PI e della sua gestione.

[64] Sui fattori da valutare nella decisione sul se e come tutelare, soprattutto con riferimento al brevetto, si veda M. Granieri, *Intellectual Property for Managers*, 133 ss.

[65] Si rinvia, per riferimenti, a F. Briolini, *Riflessioni*, cit., 61, nt. 87.

8. *Considerazioni di sintesi*

Riassuntivamente, si può tenere fermo quanto segue:

i) l'*IP management* è oggetto di crescente attenzione da parte degli aziendalisti e delle istituzioni in quanto strumento di creazione di valore nell'impresa, mentre trova ancora scarsa considerazione tra i giuristi;

ii) volendo definire i doveri degli amministratori in materia di *IP management*, ci si confronta del resto con una realtà socioeconomica che suggerisce particolare cautela;

iii) nell'*IP compliance*, e a differenza che nell'*IP management* in senso stretto, gli spazi di discrezionalità imprenditoriale sono più limitati, ed è possibile definire regole di condotta piuttosto precise; in generale, gli amministratori devono adoperarsi diligentemente per evitare la violazione da parte della società della proprietà intellettuale altrui, e non possono far valere come esimente valutazioni di convenienza dell'illecito per la società;

iv) in particolare, se la società riceve una diffida o apprende altrimenti di una possibile violazione di diritti di proprietà intellettuale altrui, gli amministratori o la persona o l'ufficio incaricati devono verificare la fondatezza della notizia, per poter poi compiere le valutazioni del caso; se l'illiceità del fatto è sufficientemente certa o per lo meno probabile, gli amministratori o chi per loro si devono adoperare per porre fine all'illecito e contenere il pregiudizio per la società; se invece l'illiceità del fatto rimane incerta, gli amministratori o chi per loro possono in principio decidere di assumere un corrispondente rischio, ponendo in essere o proseguendo nell'attività potenzialmente illecita;

v) la ricerca di anteriorità, nel caso in cui s'intenda adottare un nuovo marchio o segno distintivo, o la preventiva *freedom-to-operate analysis*, nel caso in cui si voglia realizzare un nuovo prodotto ad alto contenuto tecnologico, sono una prassi normale e si possono quindi considerare tendenzialmente doverose;

vi) non sussiste un obbligo indiscriminato di prevedere una funzione di *IP compliance* e tanto meno di dotarsi di una corrispondente struttura;

vii) le scelte degli amministratori in materia di *IP management*, a differenza di quelle in materia di *IP compliance*, sono caratterizzate da ampi margini di discrezionalità imprenditoriale; come in qualsiasi altro ambito della gestione dell'impresa, pure in materia di *IP management* il contratto di amministratore, clausole statutarie, raccomandazioni dell'assemblea, piani strategici dell'organo amministrativo, regolamenti aziendali e scelte pregresse dell'impresa possono tuttavia contribuire a ridurre in concreto la discrezionalità degli amministratori;

viii) le linee-guida di istituzioni pubbliche e organismi di normazione in materia di *IP management* non sono di per sé vincolanti per gli amministratori, neppure per il medio delle nozioni legislative di diligenza (art. 2392 c.c.), di principi di corretta gestione imprenditoriale (art. 2497 c.c.) o di corretta amministrazione (art. 2403

c.c.) o, ancora, di adeguatezza degli assetti organizzativi (artt. 2086, co. 2, e 2381, co. 5, c.c.); sulle linee-guida in materia di *IP management* si possono al più fondare presunzioni, positive o negative, di correttezza dell'operato degli amministratori, specie nel caso di organizzazioni più mature ed attrezzate, nelle quali la PI svolge un ruolo importante;

ix) altri fattori e criteri di valutazione sono: la disponibilità di diritti di proprietà intellettuale; il ruolo più o meno importante che la proprietà intellettuale assume in quel settore, in quel tipo di impresa o in quell'impresa; fattori abilitanti come il grado di maturità, la disponibilità di risorse, il livello di conoscenze e di esperienza nel campo dell'*IP management*; le specifiche competenze dall'amministratore in materia di *IP management* o il conferimento di deleghe, che presuppongono queste conoscenze; in generale, ciò che costituisce la norma in quel settore, in quel tipo di impresa o in quella singola impresa;

x) in vista di un controllo giuridico sull'operato degli amministratori, può avere senso distinguere le scelte in materia di *IP management*, a seconda che la proprietà intellettuale venga in considerazione più come *commodity* o più per la sua valenza strategica; maggiore è la componente di valutazione strategica, minore è difatti la sindacabilità della decisione;

xi) si possono corrispondentemente individuare diverse categorie di scelte, tra cui in particolare: a) scelte in cui la proprietà intellettuale viene in rilievo essenzialmente come *commodity* (svendita della privativa; falsa rappresentazione della privativa in bilancio; mancato rinnovo o mantenimento della privativa senza giustificato motivo); b) scelte relative alla difesa "passiva" (tendenzialmente doverosa, se i costi della difesa non eccedono l'utilità stimata della privativa) e scelte di difesa "attiva" (da valutare nella loro convenienza, avendo riguardo a diversi fattori, tra cui le spese legali, l'utilità stimata della privativa e il rischio di contro-iniziative del contraffattore, in particolare eccezioni di nullità della privativa); c) scelte relative all'acquisizione di diritti di proprietà intellettuale e al loro sfruttamento, diretto o indiretto (dove la componente strategica è prevalente); d) scelte organizzative (da valutarsi nella loro adeguatezza, avendo riguardo al ruolo che la proprietà intellettuale tipicamente svolge nella vita delle imprese).

La scissione mediante scorporo: il nuovo istituto e le sue ricadute sistematiche

Division by separation and its systemic implications

Maria Di Sarli*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-5

ABSTRACT

L'introduzione della scissione mediante scorporo ha ampliato il novero degli strumenti di riorganizzazione dell'impresa. L'articolo ne analizza le ricadute sulla nozione di scissione e sull'ambito soggettivo di applicazione dell'istituto, anche alla luce del confronto europeo. Considera inoltre i criteri che orientano la scelta tra scorporo e conferimento. Infine, esamina le ragioni per cui la relazione di stima è considerata superflua nella costituzione della beneficiaria mediante scorporo, per valutare se e a quali condizioni esse possano giustificare un ampliamento legislativo dei casi di esonero nei conferimenti in natura, fondato sull'impiego di valori determinati al costo storico e risultanti da bilanci sottoposti a revisione.

The introduction of division by separation has broadened the range of legal mechanisms available for business reorganisation. This article analyses its implications for the concept of division and the range of persons and entities eligible to undertake the operation, drawing also on a comparison of European legal systems. It further considers the criteria guiding the choice between division by separation and a contribution in kind. Finally, it examines why a valuation report is considered unnecessary when a new recipient company is formed through division by separation. It then assesses whether, and under what conditions, the underlying rationale could justify legislation extending the availability of exemptions from the valuation report requirement for contributions in kind, allowing

* Professoressa associata di diritto commerciale, Università degli Studi di Torino; e-mail: maria.disarli@unito.it. Lo scritto costituisce la rielaborazione del *paper* presentato al XVII Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale" dedicato al tema "*Il diritto commerciale nella prospettiva europea: fra* overregulation *e* deregulation, *norme imperative ed autonomia privata, armonizzazione e flessibilità"*, tenutosi a Roma il 27 e 28 febbraio 2026.

reliance on amounts measured on a historical cost basis and reported in audited financial statements.

SOMMARIO:

1. La prospettiva d'indagine. – 2. Il quadro normativo. – 3. La ridefinizione della nozione di scissione. – 3.1. L'assegnazione di azioni o quote. – 3.2. La divisione del patrimonio della scissa. – 3.3. Armonie e disarmonie in Europa. – 4. L'ambito di applicazione soggettivo della scissione mediante scorporo. – 4.1. L'imprenditore individuale. – 4.2. Gli enti non societari. – 5. La scelta tra conferimento e scissione mediante scorporo. – 6. La scissione mediante scorporo con beneficiaria di nuova costituzione: spunti per una possibile estensione dell'esonero dalla perizia di stima *ex* art. 2343 *ter*, co. 2, lett. a), c.c.

1. *La prospettiva d'indagine*

L'introduzione della scissione mediante scorporo ha ampliato gli strumenti giuridici disponibili per la riorganizzazione dell'impresa.

L'ambito applicativo dell'istituto, originariamente delineato in termini più circoscritti, è stato successivamente esteso sino a ricomprendere espressamente anche l'assegnazione dell'intero patrimonio della scissa e non solo di una sua parte a una o più società beneficiarie preesistenti oltre che di nuova costituzione, ferma la destinazione alla stessa società scissa delle partecipazioni nelle società beneficiarie attribuite a fronte del patrimonio loro assegnato.

La rilevanza della riforma, tuttavia, non risiede tanto nell'ampliamento degli strumenti di riorganizzazione dell'impresa – risultati economici analoghi erano già conseguibili mediante il conferimento – quanto nella scelta del legislatore di qualificare lo scorporo come una forma di scissione.

Tale scelta, infatti, oltre ad aver introdotto, per la realizzazione delle operazioni di scorporo, un regime alternativo a quello del conferimento, sembra anche avere inciso sugli stessi tratti identificativi della scissione, mettendone in discussione la nozione tradizionalmente accolta.

Occorre dunque verificare quali elementi conservino carattere essenziale e consentano di ricondurre a una fattispecie unitaria le diverse configurazioni oggi espressamente ammesse, una volta venuta meno la necessità del frazionamento del patrimonio originario e dell'attribuzione delle partecipazioni ai soci della scissa.

Seguendo questa linea di indagine, l'articolo esamina, anzitutto, le ricadute della nuova disciplina sulla nozione di scissione (par. 3) anche in una prospettiva comparata (par. 3.3). In secondo luogo, il lavoro evidenzia come la qualificazione dello scorporo in termini di scissione incida sul perimetro soggettivo di applicazione dell'istituto (par. 4). L'analisi prosegue con il confronto tra il rapporto tra la scissione mediante scorporo e il conferimento, al fine di individuare il rilievo che le differenze

tra i rispettivi regimi assumono nella scelta tra i due strumenti di riorganizzazione (par. 5).

Infine, l'articolo muove dalla possibilità di costituire la beneficiaria mediante scorporo senza un'apposita relazione di stima del patrimonio assegnato per valutare se e a quali condizioni le ragioni dell'esonero possano giustificare un ampliamento legislativo dei casi di esonero nei conferimenti in natura (par. 6).

Più in generale, l'indagine intende così verificare in quale misura l'inquadramento dello scorporo tra le scissioni incida su categorie e soluzioni interpretative preesistenti.

2. *Il quadro normativo*

La rapida evoluzione della disciplina della scissione mediante scorporo offre un primo elemento per ricostruirne le ricadute sistematiche. Nel rendere espressamente ammissibili configurazioni ulteriori rispetto al modello iniziale, il legislatore ha distinto l'accesso al procedimento di scissione dalle condizioni per avvalersi delle sue semplificazioni. Si delinea così un criterio che merita attenzione: le diverse esigenze di tutela possono trovare risposta nell'adattamento delle regole applicabili, senza imporre di escludere l'operazione. È su questo rapporto tra ammissibilità e disciplina che occorre misurare la flessibilità riconosciuta allo scorporo.

L'istituto, com'è noto, è stato introdotto nel nostro ordinamento dal d.lgs. 2 marzo 2023, n. 19, adottato in attuazione della Direttiva (UE) 2019/2121. L'art. 51, comma 3, lett. a), del decreto, al dichiarato "fine di consentire alle società il trasferimento di attività e passività a una o più società di nuova costituzione regolate dal diritto interno anche avvalendosi della disciplina della scissione" [1], ha incardinato nell'articolato del codice civile l'art. 2506.1 così originariamente formulato: "Con la scissione mediante scorporo una società assegna parte del suo patrimonio a una o più società di nuova costituzione e a sé stessa le relative azioni o quote a sé stessa, continuando la propria attività".

Dopo un primo intervento meramente correttivo [2], l'art. 2506.1 è stato, invece, incisivamente modificato dal d.lgs. 19 giugno 2025, n. 88 per prevedere che "Con la scissione mediante scorporo una società assegna l'intero suo patrimonio o parte

[1] L'art. 51 del d.lgs. n. 19/2023 riprende i principi e i criteri direttivi fissati dall'art. 3, co. 1, lett. p), della legge di delegazione europea 4 agosto 2022, n. 127 ove si indica al Governo di prevedere che la società, ai fini del trasferimento di attività e passività a una o più società di nuova costituzione regolate dal diritto interno, possa avvalersi della disciplina prevista per la scissione, con le semplificazioni previste dall'art. 160-*vicies* della direttiva (UE) 2017/1132 e stabilire che le partecipazioni siano assegnate alla società scorporante.

[2] L'art. 13, co. 1, d.l. 4 luglio 2024, n. 92, convertito con modificazioni dalla legge 8 agosto 2024, n. 112, ha soppresso le parole "a sé stessa" ripetute erroneamente due volte.

di esso a una o più società preesistenti o di nuova costituzione e a sé stessa le relative azioni o quote". È stato inoltre eliminato l'inciso "continuando la propria attività". Anche quando lo scorporo riguarda l'intero patrimonio, però, la scissa non si estingue: riceve le partecipazioni della/e beneficiaria/e e continua quindi ad avere un proprio patrimonio.

L'intervento ha avuto finalità dichiaratamente interpretative e non innovative[3] nel senso che è stato volto ad ammettere espressamente anche la scissione mediante scorporo totalitaria e quella con beneficiarie preesistenti.

Del resto, la lettura restrittiva dell'originario art. 2506.1 c.c., ancorata al dato letterale e tale da far ritenere ammissibili unicamente le scissioni mediante scorporo parziali e con beneficiarie di nuova costituzione [4], era stata presto contestata da una parte autorevole della dottrina [5] sulla base del rilievo che "la regola di tipicità tassativa, ricavabile dall'art. 2249 c.c. […] è riferibile ai soli enti risultanti dalle operazioni straordinarie, non anche alle loro forme di manifestazione né agli atti che si innestano nel relativo procedimento; sicché eventuali loro deviazioni dal paradigma normativo, fondate sui principi di economia degli atti giuridici, devono reputarsi ammissibili se non collidano con norme inderogabili poste a salvaguardia degli interessi dei soci e dei terzi" [6].

---

[3] Lo precisa espressamente l'Atto del Governo n. 258, *Disposizioni integrative e correttive in materia di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere*, del 31 marzo 2025.

[4] I primi commenti all'art. 2506.1 c.c. erano caratterizzati pressoché tutti da una lettura restrittiva della norma. V. G. Dibattista, *La scissione mediante scorporo tra norme comunitarie e trasposizione interna*, in *Società*, 2023, 939; G. Guerrieri, *La scissione mediante scorporo*, in questa *Rivista*, 2024, 19; F. Magliulo, *L'attuazione della Direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, in *Rivista del notariato*, 2023, 631; E. Ricciardiello, *La scissione mediante scorporo tra profili societari e concorsuali*, in *Riv. dir. comm.*, 2024, I, 418. Nella pratica professionale, seppur con qualche dubbio, v. D. Boggiali, N. Atlante, *La scissione mediante scorporo*, Studio n. 45-2023/I del Consiglio Nazionale del Notariato del 27 luglio 2023; Assonime, Circolare 14-2023, *La scissione mediante scorporo (direttiva UE 2019/2121): prima analisi degli aspetti fiscali*, Id. Circolare n. 16-2023, *Le operazioni straordinarie transfrontaliere.*

[5] Si veda in particolare l'ampia ed approfondita analisi di R. Santagata, *Scissione mediante scorporo e riorganizzazione dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2024, 269. Aperture in tal senso sono state espresse da A. Busani, *La scissione mediante scorporo*, in *Società*, 2023, 4, 401; E. Mazzoletti, *La scissione mediante scorporo: applicazioni e prospettive*, in *Notariato*, 2024, 6, 696; C. Pecoraro, *Scissione mediante scorporo: lineamenti generali*, in E. Della Valle, G. Fransoni (a cura di), *Profili tributari dello scorporo*, Giappichelli, 2024, 1; G. A. Rescio, *La scissione mediante scorporo come operazione transfrontaliera*, in *Corporate Governance*, 2024, 2, 421 e nella dottrina professionale dal Consiglio Notarile di Milano, massima n. 209 del 7 novembre 2023, *Scissione mediante scorporo (art. 2506.1 c.c.)*.

[6] Così R. Santagata, *Scissioni "atipiche" e interessi protetti (al lume della Scissione mediante scorporo)*, in *Atti del convegno di studi sul tema "Le operazioni straordinarie"*, 31 marzo 2023, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2023, 591. V. inoltre G. A. Rescio, *Fusioni e scissioni negative*, in *RDS*, 2018, 552 ss., che riferisce il principio di tipicità ai soli enti risultanti dalle operazioni straordinarie, non alle forme attraverso le quali esse si realizzano. Favorevole ad ammettere operazioni straordinarie atipiche

In effetti, l'esclusione dell'applicazione dell'istituto al di fuori dei casi espressamente delineati dall'originario art. 2506.1 c.c. non sembrava imposta da specifiche esigenze di tutela dei soci o dei creditori. La presenza di beneficiarie preesistenti poteva richiedere l'applicazione delle regole ordinarie sulla determinazione e sulla verifica della congruità del rapporto di cambio, ma in questa prospettiva occorreva distinguere l'ammissibilità dell'operazione dall'applicabilità delle semplificazioni procedimentali.

Al contrario, l'esclusione rischiava di frustrare l'obiettivo del legislatore di introdurre nell'ordinamento uno strumento alternativo e concorrente rispetto al conferimento per l'effettuazione di operazioni di scorporo [7].

D'altro canto, è vero che la direttiva (UE) 2017/1132, come modificata dalla direttiva (UE) 2019/2121, all'art. 160 *ter,* fa esclusivo riferimento alle scissioni mediante scorporo parziali (punto 4, lett. c) e con beneficiarie di nuova costituzione (punto 3). Ciò però non impone di circoscrivere allo stesso modo l'ambito applicativo dello scorporo nell'ordinamento interno [8]. La scelta del legislatore europeo di "non armonizzare le norme applicabili alle scissioni transfrontaliere in cui la società trasferisce il patrimonio attivo e passivo a una o più società preesistenti", infatti, è dipesa dalla complessità di tali operazioni, che, come precisa il considerando 8, "comportano ulteriori rischi di elusione delle norme dell'Unione e nazionali".

In altre parole, la direttiva si è limitata ad armonizzare una sola delle possibili configurazioni della scissione mediante scorporo ossia quella suscettibile di essere assoggettata al procedimento semplificato di cui all'art. 160 *vicies*.

Allo stesso modo, dalla circostanza che nella direttiva (UE) 2017/1132 la scissione mediante scorporo sia espressamente contemplata unicamente come una forma di scissione transfrontaliera (art. 160 *ter*) non può trarsi un impedimento ad estenderne l'applicazione anche alle scissioni domestiche. La direttiva impone invece a ciascuno Stato membro di ammettere l'operazione *almeno* nelle configurazioni transfrontaliere oggetto di armonizzazione, così da non ostacolare la mobilità delle imprese nel mercato unico europeo [9].

Alla luce di questo quadro, il legislatore italiano ha disciplinato l'operazione di

---

purché non contrastanti con norme inderogabili anche M.S. Spolidoro, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *RDS*, 2019, 288.

[7] Cfr. la relazione illustrativa al d.lgs. n. 19/2023.

[8] R. Santagata, "*La scissione mediante scorporo*" *e riorganizzazione dell'impresa*, cit., 274.

[9] La direttiva (UE) 2019/2121 reca la dicitura *Text with EEA relevance*; pertanto, in virtù dell'accordo sullo Spazio Economico Europeo, è potenzialmente applicabile anche a Norvegia, Islanda e Liechtenstein. In proposito, la decisione del Comitato misto SEE n. 85/2025 del 14 marzo 2025 (in GUUE, L, 2025/1000, 12 giugno 2025) ha disposto l'inserimento della direttiva nell'allegato XXII («Diritto societario») dell'Accordo, subordinando la propria entrata in vigore al completamento delle notifiche previste dall'art. 103, par. 1, dell'Accordo medesimo. Alla data del 26 ottobre 2026, la banca dati EEA-Lex segnala ancora come pendente l'entrata in vigore di tale decisione.

scissione mediante scorporo in ambito domestico oltre che transfrontaliero, ammettendo peraltro espressamente configurazioni ulteriori rispetto a quelle oggetto di armonizzazione europea. La scelta mi pare opportuna per due ragioni. Anzitutto, come già osservato, ha arricchito l'ordinamento di un nuovo strumento di riorganizzazione dell'impresa; in secondo luogo ha avvicinato la disciplina interna a quella di altri Paesi europei, nei quali il ricorso al procedimento di scissione per la realizzazione delle operazioni di scorporo è ammesso da tempo oppure, come in Italia, è stato disciplinato in occasione del recepimento della direttiva (UE) 2019/2121 [10].

Le scelte operate dal nostro legislatore valorizzano la funzione economica della scissione, ma allo stesso tempo sollevano questioni che investono la sua ricostruzione sistematica. Anzitutto occorre verificare quali elementi siano ancora necessari per qualificare un'operazione come scissione e in che misura ne risulti modificata la nozione. Resta poi da chiedersi se la progressiva estensione dell'ambito operativo della scissione mediante scorporo possa ritenersi espressione di un principio di flessibilità destinato ad assumere rilievo ben oltre la disciplina del nuovo istituto.

3. *La ridefinizione della nozione di scissione*

La scissione mediante scorporo, così come attualmente concepita, non richiede l'assegnazione di azioni o quote delle beneficiarie ai soci della scissa né, quando realizzata nella forma totale con unica beneficiaria, la divisione del patrimonio originario tra più società. Tratto costante dell'istituto è invece la modificazione qualitativa del patrimonio della scissa che, in luogo delle attività e/o passività assegnate alla beneficiaria, riceve una partecipazione in quest'ultima.

Prima dell'introduzione della scissione mediante scorporo, sul piano economico, un risultato analogo era conseguibile effettuando un'operazione di conferimento in natura, anche d'azienda, mentre non era pacifico che potesse essere realizzato anche attraverso una scissione con assegnazione delle partecipazioni nella beneficiaria alla stessa scissa [11].

---

[10] Operazioni di scorporo soggette, secondo i rispettivi ordinamenti, alla disciplina della scissione sono ammesse in Germania fin dal 1995 e in Spagna dal 2009. In Italia, Francia, Polonia e Ungheria la disciplina delle corrispondenti operazioni interne è stata introdotta o modificata in occasione del recepimento della direttiva (UE) 2019/2121. Sulle differenze tra i modelli nazionali *v. infra* par. 3.3.

[11] Un'operazione analoga, qualificata come scissione parziale, è stata ritenuta illegittima da Trib. Torino 29 settembre 2014, ord., in *Giurisprudenza italiana*, 2015, 671, con nota di A. Bertolotti, *Una scissione inversa almeno invalida (o forse inesistente?)*, 672. L'operazione prevedeva l'assegnazione di cespiti patrimoniali a società interamente controllate dalla scissa, senza attribuzione ai soci di quote delle beneficiarie.

La portata innovativa dell'art. 2506.1 c.c. non risiede, dunque, nell'aver reso possibile l'operazione di scorporo in sé bensì nell'aver esteso ad essa la disciplina della scissione.

Il legislatore, tuttavia, non si è limitato ad ammettere la realizzazione dello scorporo attraverso il procedimento di scissione, ma ha qualificato l'operazione come una specifica forma di scissione. Questa scelta trova riscontro nella collocazione dell'art. 2506.1 c.c. e negli adattamenti apportati alla disciplina della scissione in ragione della diversa destinazione delle partecipazioni. In breve, non ha disciplinato lo "scorporo mediante scissione" [12], bensì la "scissione mediante scorporo" [13].

È proprio l'inquadramento dello scorporo quale species del genus scissione a imporre di ricostruire la nozione di quest'ultima in modo da comprendere anche la nuova figura. Ne consegue che non possono essere considerati necessari alla scissione:

i) l'assegnazione di azioni o quote della beneficiaria ai soci della società scissa (par. 3.1);

ii) la suddivisione del patrimonio originario della scissa tra almeno due società (par. 3.2).

3.1. *L'assegnazione di azioni o quote*

Come appena osservato, con l'introduzione della scissione mediante scorporo l'assegnazione di azioni o quote ai soci della scissa può dirsi definitivamente degradata da elemento tradizionalmente considerato indefettibile della fattispecie ad elemento solo naturale [14]. La novità riguarda il destinatario dell'assegnazione e va tenuta distinta dalla possibilità di omettere quest'ultima. Già prima della riforma, infatti, era emerso come in alcune scissioni l'attribuzione di partecipazioni risultasse superflua [15] senza con ciò pregiudicare la qualificazione dell'operazione come scissione.

---

[12] Un impiego della formula "scorporo mediante scissione" si rinviene nell'art. 14, co. 1, d.lgs. 17 maggio 1999, n. 153, che consentiva alle società conferitarie di scorporare mediante scissione o retrocessione beni e partecipazioni non strumentali. Sull'argomento M.S. Spolidoro, *Lo scorporo dei beni e delle partecipazioni non strumentali nel d. lgs. 17 maggio 1999 n. 153 sulle fondazioni bancarie: profili civilistici*, in *Banca borsa tit. cred.*, 6, 1999, 720.

[13] Il dossier del Servizio Studi della Camera relativo all'Atto del Governo n. 258, *Disposizioni integrative e correttive in materia di trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere*, 31 marzo 2025, 23, nel distinguere la scissione mediante scorporo dalla scissione disciplinata dall'art. 2506 c.c. definisce anche quest'ultima come una "procedura di scorporo". L'espressione sembra frutto di una sovrapposizione terminologica tra scissione e scorporo, ma mostra come la distinzione tra i due termini non sia sempre osservata nei lavori parlamentari.

[14] Questo effetto è stato subito rilevato da R. Santagata, "*Scissione mediante scorporo*" *e riorganizzazione dell'impresa,* cit., 272.

[15] Sulle ipotesi di scissione senza concambio o senza assegnazione di partecipazioni, v. F. Magliulo,

Sul piano ricostruttivo, dunque, si possono distinguere due categorie di scissione: con o senza attribuzione di partecipazioni [16]. Nella prima, secondo gli schemi della scissione ordinaria e di quella mediante scorporo, le azioni o quote della beneficiaria sono assegnate ai soci della scissa oppure alla scissa stessa. Nella seconda, invece, la struttura dell'operazione rende superflua l'attribuzione di nuove partecipazioni perché gli assetti partecipativi esistenti consentono già di preservare il valore complessivo delle partecipazioni dei soci. L'omissione dell'assegnazione trova quindi giustificazione negli effetti della singola operazione, senza tradursi in una generale facoltà di prescinderne.

Le scissioni con attribuzione di nuove azioni o quote possono a loro volta differenziarsi in ragione dell'oggetto, dei destinatari e della direzione dell'assegnazione.

Quanto all'oggetto, l'art. 2506, co. 2, c.c. consente, alle condizioni ivi previste, che ad alcuni soci siano assegnate azioni o quote della stessa scissa anziché di una delle beneficiarie. Già questa previsione mostra che l'assegnazione può avere ad oggetto partecipazioni diverse da quelle della società destinataria del patrimonio.

Infine, per quel che riguarda i destinatari, l'art. 2506.1 c.c. prevede che le azioni o quote della beneficiaria siano assegnate alla scissa anziché ai suoi soci. Il soggetto cui spettano le partecipazioni non è dunque più determinante ai fini della qualificazione dell'operazione come scissione.

La variabilità dell'oggetto e dei destinatari induce a considerare anche la "direzione" dell'attribuzione. Ci si può infatti chiedere se i due profili possano combinarsi in una scissione negativa con assegnazione inversa, nella quale partecipazioni della scissa siano attribuite ai soci di una beneficiaria preesistente. Il riferimento è qui all'assegnazione di un patrimonio di valore economico netto negativo, e non soltanto contabilmente tale: il sacrificio patrimoniale ricade sulla beneficiaria e si riflette sul valore delle partecipazioni dei suoi soci. In una scissione parziale, l'attribuzione a questi ultimi di azioni o quote della scissa può allora compensare la diminuzione di valore del loro investimento. L'inversione dell'assegnazione trova così ragione nella diversa direzione dello spostamento di valore prodotto dall'operazione.

L'art. 2506.1 c.c., mostrando che l'assegnazione ai soci della scissa non è

La disciplina delle operazioni straordinarie transfrontaliere ed internazionali dopo il decreto correttivo n. 88/2025, in *Riv. not.*, 2025, 859, che rinvia anche a Id., *La scissione delle società*, Ipsoa, 2012, 900.

[16] Un esempio è offerto dalla scissione parziale a favore di una beneficiaria preesistente quando scissa e beneficiaria sono partecipate dagli stessi soci, nelle medesime percentuali e con i medesimi diritti. V. F. Magliulo, *La disciplina delle operazioni straordinarie transfrontaliere*, cit., 859. Con riferimento alla fusione tra società con assetti partecipativi simmetrici, G.A. Rescio, *La rinuncia al rapporto di cambio nelle fusioni infragruppo*, in *Riv. soc., 2023, 352 ss.*

necessaria per qualificare l'operazione come scissione, sembra anche offrire un argomento a sostegno della legittimità di una siffatta operazione [17].

3.2. *La divisione del patrimonio della scissa*

Altro elemento normalmente presente nella scissione, ma ormai non più necessario per qualificare un'operazione come scissione, è la divisione del patrimonio originario della scissa fra almeno due soggetti. Ciò non si verifica, per esempio, nella scissione mediante scorporo totale con unica beneficiaria, ora espressamente ammessa dalla nuova formulazione dell'art. 2506.1 c.c. In questa variante dell'operazione, l'intero patrimonio preesistente viene assegnato alla beneficiaria, mentre la scissa sopravvive quale titolare della partecipazione ricevuta in cambio. Pertanto, la circostanza che all'esito dello scorporo si realizzino due distinti patrimoni non implica che quello preesistente della scissa sia stato diviso.

La compatibilità tra assegnazione dell'intero patrimonio e sopravvivenza della società scissa trova riscontro anche nel diritto tedesco e in quello olandese.

Per quanto riguarda il primo, il § 123, co. 3, *UmwG* disciplina l'*Ausgliederung* di una o più parti del patrimonio a favore di soggetti preesistenti o di nuova costituzione, con attribuzione delle partecipazioni al soggetto trasferente. Benché la disposizione faccia letteralmente riferimento a "una o più parti" del patrimonio e non menzioni espressamente il trasferimento dell'intero patrimonio, la giurisprudenza ammette la *Totalausgliederung* con un'unica beneficiaria [18]: in tal caso, la società scissa continua a esistere quale titolare della partecipazione ricevuta e può assumere la funzione di *holding*.

Nel diritto olandese, invece, la scissione mediante scorporo totale con un'unica beneficiaria è espressamente ammessa, purché la beneficiaria sia una N.V. o una B.V. di nuova costituzione e tutte le sue azioni o quote siano assegnate alla scissa (artt. 2:334a, co. 3, 2:334c, co. 2, e 2:334e, co. 3, lett. *a)*, del *Burgerlijk Wetboek*).

Nei casi appena descritti, pur senza dividere il patrimonio della scissa, si realizza una riorganizzazione dell'impresa attraverso una diversa articolazione societaria dell'attività.

In effetti, quando la scissa da operativa diviene una *holding*, il rapporto dei soci con il patrimonio impiegato nell'attività è mediato da un ulteriore livello societario:

---

[17] Ritiene che il nuovo art. 2506.1 c.c. conforti l'idea della liceità di una scissione negativa con assegnazione inversa R. Santagata, *Scissioni "atipiche" e interessi protetti*, cit., 609. Sull'assegnazione di partecipazioni della scissa ai soci della beneficiaria e sulle condizioni di ammissibilità dell'operazione, v. anche *ivi*, 608 e 610.

[18] Cfr. *OLG Hamm*, 4 marzo 2010, 2 U 98/09, n. 57, che afferma l'ammissibilità della *Totalausgliederung* con permanenza della società trasferente quale *holding*; *BAG*, 16 maggio 2013, 6 AZR 556/11, n. 20.

la gestione dell'attività trasferita compete agli amministratori della beneficiaria, mentre i diritti inerenti alla partecipazione in quest'ultima sono esercitati dalla scissa attraverso i propri organi. Questa diversa struttura di esercizio dell'impresa può incidere sulle modalità di partecipazione dei soci alle decisioni sull'organizzazione dell'impresa e sul profilo di rischio dell'investimento, benché il socio continui a detenere azioni o quote della medesima società e non riceva partecipazioni nella beneficiaria.

La continuità della partecipazione non assicura, dunque, l'immutabilità delle condizioni dell'investimento e impone di verificare se le modificazioni prodotte dalla specifica scissione mediante scorporo integrino i presupposti per l'applicazione degli strumenti di tutela dei soci, in particolare per quel che riguarda il diritto di recesso [19].

Com'è noto, l'art. 2506 *ter,* ultimo comma, c.c. dispone che il socio della scissa che non abbia acconsentito allo scorporo non possa recedere ai sensi degli artt. 2473 e 2502 c.c. Il problema è, dunque, stabilire se il rinvio all'art. 2473 c.c. riguardi la sola causa di recesso costituita dalla scissione oppure tutte le cause contemplate dalla disposizione.

Il richiamo congiunto all'art. 2502 c.c., che riconosce il recesso al socio di società di persone che non abbia acconsentito all'operazione, suggerisce di riferire il rinvio all'art. 2473 c.c. alla corrispondente causa di recesso prevista per la s.r.l. Mi sembra pertanto preferibile ritenere che lo scorporo non faccia sorgere il diritto di recesso per il solo fatto della scissione, ma che allo stesso tempo non pregiudichi l'applicazione delle disposizioni relative alle ulteriori cause di recesso eventualmente concorrenti.

Questa lettura trova un riscontro nella relazione illustrativa del correttivo del 2025, che, a proposito dello scorporo transfrontaliero, fa salva la possibilità di recedere per un titolo diverso dalla scissione [20]. L'indicazione può essere valorizzata anche per lo scorporo domestico, perché l'esclusione del recesso risponde, in entrambi i casi, alla circostanza che le partecipazioni della beneficiaria siano assegnate alla scissa anziché ai suoi soci. Tale circostanza giustifica l'esclusione del recesso collegato alla scelta dell'operazione, ma non sembra sufficiente a privare il socio della tutela prevista per un'autonoma causa di recesso.

---

[19] Cfr. R. Santagata, "*Scissione mediante scorporo" e riorganizzazione dell'impresa*, cit., 302, che, nel quadro normativo anteriore al d. lgs. n. 88/2025, con specifico riferimento allo scorporo "impuro", comportante di fatto una modificazione dell'oggetto sociale della scissa (da società operativa a *holding* di partecipazioni) a tutela dei soci di questa, riteneva inapplicabili tanto l'esclusione del recesso quanto le semplificazioni procedurali. Per queste ultime i presupposti sono oggi espressamente individuati dagli artt. 2506 *bis*, co. 4, e 2506 *ter*, co. 3, c.c.

[20] V. la relazione illustrativa allo schema del d.lgs. n. 88/2025 (A.G. n. 258), nel commento alle modifiche dell'art. 42, co. 3, d.lgs. n. 19/2023, ove la sostanziale modificazione dell'oggetto sociale è indicata come possibile titolo di recesso distinto dalla scissione. Sul comune fondamento della limitazione del recesso, v. anche il commento alle modifiche dell'art. 2506 *ter* c.c.

Su questa premessa, nella s.r.l. il recesso dovrebbe spettare al socio non consenziente quando lo scorporo comporti una sostanziale modificazione dell'oggetto della società determinato nell'atto costitutivo, ai sensi dell'art. 2473, co. 1, c.c. La deroga prevista per lo scorporo dovrebbe infatti riguardare il recesso fondato sul dissenso rispetto alla scissione, lasciando ferma l'autonoma rilevanza della modificazione dell'oggetto sociale.

Per la s.p.a., invece, il diverso presupposto richiesto dall'art. 2437, co. 1, lett. a), c.c. impone di distinguere il mutamento dell'attività concretamente esercitata dalla modificazione della clausola dell'oggetto sociale che consenta un cambiamento significativo dell'attività della società. La variazione del rischio dell'investimento assume qui rilievo come criterio per apprezzare la significatività del cambiamento consentito dalla modifica statutaria; non può, invece, sostituirsi a quest'ultima quale presupposto del recesso. L'autonomia della causa di recesso non esige, peraltro, che la modificazione dell'oggetto sociale sia deliberata separatamente dall'operazione straordinaria. Come mostra la sentenza del Tribunale di Venezia in tema di fusione inversa, la stessa operazione può assoggettare il socio a un diverso oggetto statutario, realizzando così la modificazione rilevante ai fini del recesso [21]. Nello scorporo, nel quale il rapporto sociale prosegue con la medesima società, occorre allora verificare se il passaggio alla funzione di *holding* si accompagni anche a una modificazione dell'oggetto statutario della scissa. È questa modificazione, valutata nella sua attitudine a consentire un cambiamento significativo dell'attività, a poter fondare il recesso ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. a), c.c.

3.3. *Armonie e disarmonie in Europa*

Come già più sopra evidenziato, la direttiva (UE) 2019/2121 ha armonizzato la sola operazione di scissione mediante scorporo transfrontaliera parziale a favore di società di nuova costituzione. Non ha invece imposto agli Stati membri di ammettere l'operazione anche sul piano interno, né ha definito in termini generali gli elementi necessari perché uno scorporo sia qualificato come scissione. È sotto entrambi questi profili che il confronto tra ordinamenti acquista rilievo: l'ammissione dello scorporo interno resta affidata alle scelte nazionali e gli ordinamenti che lo consentono lo riconducono a fattispecie non coincidenti, nel senso che, da Paese a Paese, è stato attribuito un diverso valore all'assegnazione delle partecipazioni e/o alla divisione del patrimonio.

[21] La distinzione tra recesso per l'operazione straordinaria in sé e recesso per la modifica dell'oggetto sociale trova però riscontro, con riguardo a una fusione inversa, in Trib. Venezia 15 luglio 2022, n. 1374, R.G. n. 9655/2020, in *Giurisprudenza delle imprese*. Il Tribunale riconosce il recesso per la significativa modificazione dell'oggetto sociale realizzata con la fusione, assumendo la variazione del rischio dell'investimento quale criterio di valutazione della significatività della modifica statutaria. Precisa inoltre che non occorre l'effettivo avvio delle nuove attività, essendo rilevante la possibilità di intraprenderle consentita dalla modifica statutaria.

Se Italia, Germania e Paesi Bassi, sia pure con alcune differenze, sembrano accomunati dall'adozione di una nozione ampia di scissione, altri ordinamenti (Spagna, Francia, Ungheria, Polonia e Repubblica Ceca), pur ammettendo operazioni interne di scorporo, continuano ad attribuire rilievo tipizzante ad almeno uno dei due elementi costituiti dall'attribuzione delle partecipazioni della beneficiaria ai soci della scissa e dalla divisione del patrimonio originario della scissa fra più soggetti, che, nell'ordinamento italiano, come dimostrato nei paragrafi precedenti, non appartengono più al nucleo essenziale della scissione.

In Spagna l'operazione è denominata *Segregación* ed è definita dall'art. 61 del *Real decreto-ley 5/2023* [22] come "il trasferimento in blocco, mediante successione universale, di una o varie parti del patrimonio di una società, ciascuna delle quali formi un'unità economica, a una o varie società, ricevendo in cambio la società segregata azioni, partecipazioni o quote delle società beneficiarie". Tale operazione, secondo quanto espressamente previsto dall'art. 58, del *Real decreto-ley 5/2023,* costituisce una scissione.

---

[22] Si tratta della legge con cui è stata recepita in Spagna la direttiva (UE) 2019/2121, sostituendo la Ley 3/2009, de 3 de abril, sulle *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles* (c.d. LME), con la quale era stata introdotta in Spagna la disciplina della *Segregación* (art. 71) e della *Constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio* (art. 72). Prima che la disciplina civilistica la contemplasse, la *Segregación* era già oggetto di una normativa tributaria, nel senso che era compresa fra le operazioni di riorganizzazione che godevano della neutralità fiscale ai sensi dell'art. 15.1 b), *Ley 76/1980* de 26 de diciembre. Nel vigore di tale disciplina venne realizzata una operazione di *Segregación* diffusamente citata nella letteratura spagnola, ossia quella della società Ecrós a favore della Ertoil. Qualche anno dopo, però, con il Real Decreto-Ley 7/1989, de 29 diciembre venne ridefinito il perimetro delle operazioni soggette a neutralità fiscale, escludendo la *segregación* dalla nozione fiscale di scissione parziale. Questa riforma andò a coincidere con il recepimento in Spagna della VI Direttiva societaria e in quella occasione fu introdotta nella *Ley de Sociedades Anónimas* (LSA) del 1989 la figura della scissione che però non comprendeva quella mediante scorporo. Poco tempo dopo, precisamente con la Ley 29/1991, l'operazione in discorso venne di nuovo in considerazione come *Aportación no dineraria de rama de actividad* riacquistando la neutralità fiscale. Ad oggi, la *Ley del Impuesto sobre Sociedades*, 27/2014 – LIS, all'art. 76.3 stabilisce che "si considererà come apporto non monetario di rami d'attività l'operazione mediante la quale un'entità apporta – senza sciogliersi – a un'altra, di nuova costituzione o già esistente, la totalità o uno o più rami d'attività, ricevendo in cambio valori rappresentativi del capitale sociale dell'entità ricevente". Sul piano civilistico, prima della *Ley* 3/2009, tale operazione non era qualificata come scissione. Si poneva perciò il problema se potesse produrre gli effetti della successione universale, in assenza di una disposizione che la prevedesse espressamente. La *Dirección General de los Registros y del Notariado* (DGRN) aveva escluso che tali effetti potessero estendersi per analogia all'apporto di un ramo di attività. Con l'introduzione dell'art. 71 LME, oggi riprodotto nell'art. 61 del *Real decreto-ley* 5/2023, la *segregación* è stata invece espressamente qualificata come forma di scissione, con trasferimento mediante successione universale. Per una ricostruzione storica dell'istituto si veda, tra gli altri, M. González-Menes Robles, S. Álvarez Royo-Villanova, *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Dykinson, 2011, 394 ss., C. Alonso Ledesma, *Segregación y constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión de patrimonio*, en F. Rodríguez Artigas (Dir.), vol. II, *Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*, T. I, Aranzadi, 2009, 473.

Non è invece espressamente ricompresa tra le forme di scissione elencate dall'art. 58 l'operazione mediante la quale una società trasferisce in blocco l'intero proprio patrimonio a un'altra società di nuova costituzione, ricevendo in cambio tutte le azioni o quote della beneficiaria. Ciò perché in tale fattispecie non si realizza la divisione del patrimonio della società scissa, elemento che in Spagna sembra ancora rappresentare un tratto tipologico essenziale della scissione. Cionondimeno, ai sensi dell'art. 62, *Real decreto-ley 5/2023*, all'operazione in discorso, definita *Constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio*, sono applicabili, in quanto compatibili[23], le norme sulla scissione.

Può allora sostenersi che, in questa specifica ipotesi, si tratti non già di una scissione mediante scorporo, bensì di uno scorporo mediante scissione.

Nell'ordinamento spagnolo la nozione di scissione mediante scorporo sembra dunque meno ampia di quella accolta in Italia, in Germania e nei Paesi Bassi, perché non comprende espressamente lo scorporo totale a favore di un'unica beneficiaria di nuova costituzione, disciplinato separatamente dall'art. 62. Inoltre, in virtù della definizione di *Segregación* contenuta nell'art. 61, *Real decreto-ley 5/2023* si pongono alcune questioni interpretative. Per esempio è controverso se la *Segregación* con beneficiaria preesistente debba essere necessariamente parziale oppure possa anche essere totale [24]. Si discute inoltre se ai fini di una *Segregación* sia sufficiente che l'assegnazione abbia ad oggetto singole attività e/o passività oppure se, in stretta aderenza al dato letterale della norma, occorra che la "parte del patrimonio" scissa formi necessariamente "un'unità economica". Un'ulteriore questione ampiamente dibattuta concerne il carattere imperativo o dispositivo del procedimento di scissione ai fini della realizzazione di un'operazione di scorporo. Prevale l'opinione favorevole a riconoscere anche in Spagna l'esistenza di una facoltà di scelta fra lo strumento della scissione e quello del conferimento (art. 67, *Real Decreto Legislativo 1/2010, 2 de julio*, *Ley de Sociedades de Capital* – LSC), ma non manca chi sostiene, invece, che quando l'operazione integra tutti i connotati della *Segregación* e in particolare quando oggetto di scissione è una "unità economica" trasmessa in blocco alla beneficiaria, nell'interesse dei soci e dei creditori, tale operazione debba essere realizzata necessariamente mediante il procedimento di

[23] Un dubbio per esempio si pone con riferimento al regime di responsabilità solidale previsto dall'art. 70 del *Real decreto-ley* 5/2023, considerato che l'operazione non comporta una divisione del patrimonio fra più beneficiarie.

[24] In Spagna, è dibattuta la relazione fra la fattispecie di *Segregación* (art. 61) e quella di *Constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio* (art. 62). Parte della dottrina ritiene che la *Segregación* possa essere anche totale e con beneficiaria di nuova costituzione così concludendo per la superfluità dell'art. 62; secondo altra parte, una operazione per essere qualificata come scissione deve comportare la divisione del patrimonio della scissa, esito che non si produce nella *Constitución de sociedad íntegramente participada mediante transmisión del patrimonio*, giustificandosi così l'enucleazione di tale operazione come fattispecie autonoma. Per una illustrazione del dibattito con i relativi riferimenti, v. M. González-Menes Robles, S. Álvarez Royo-Villanova, *Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Dykinson, 2011, 408 ss.

scissione [25]. Contro questa posizione più rigorosa, si replica che, rinunciando al regime della successione universale, la tutela dei soci e dei creditori resta affidata alle regole proprie del conferimento e del trasferimento dei singoli rapporti, senza che sia per ciò solo necessario applicare il procedimento di scissione[26].
Questioni analoghe potrebbero sollevarsi in Francia dove, invero, la sola forma tipica di scissione contemplata dall'art. L 236-18, *Code de Commerce* è quella totale. Già prima del recepimento della direttiva (UE) 2019/2121, l'*apport partiel d'actifs* poteva essere assoggettato, per scelta delle società partecipanti, alla disciplina della scissione. L'*ordonnance* n° 2023-393 du 24 mai 2023 ha aggiunto la possibilità di prevedere nel progetto l'attribuzione diretta ai soci della società apportante delle partecipazioni rappresentative della contropartita dell'apporto, consentendo così di realizzare un'operazione corrispondente alla scissione parziale [27].

L'art. L. 236-27 conserva dunque la facoltà di scelta tra il procedimento di scissione e quello di conferimento, aggiungendo, nel primo caso, l'alternativa tra l'assegnazione delle partecipazioni alla società apportante e la loro attribuzione diretta ai suoi soci.

In virtù della mera tecnica legislativa adottata, quindi, l'art. L. 236-27 disciplina, al contempo, la scissione parziale [28] e lo scorporo [29] come varianti dell'apport

---

[25] Così in particolare F. Rodríguez Artigas, *Escisión, segregación y aportación de rama de actividad*, in *El Notario del Siglo XXI*, n. 32, 2010.

[26] V. *Resolución de 22 de julio de 2016*, *de la Dirección General de los Registros y del Notariado, in BOE, núm. 226*, 19 settembre 2016, 670 ss. La risoluzione ammette l'apporto di un ramo di attività senza successione universale, secondo la disciplina del conferimento, pur rilevando che, quando l'operazione incida sulla struttura patrimoniale della società apportante, la tutela dei soci può richiedere ulteriori garanzie. Per un commento si veda A. Plana Paluzie, *Resolución de la DGRN de 22 de julio 2016, aportación de unidad económica y segregación*, in *Revista Aranzadi Doctrinal*, n. 11/2016.

[27] Per la disciplina anteriore alla riforma, v. gli artt. L. 236-22 e L. 236-24 del Code de commerce, nel testo vigente prima dell'ordonnance n° 2023-393 du 24 mai 2023. Sulla portata della riforma, v. la Relazione al Presidente della Repubblica relativa alla medesima ordonnance, nel commento all'art. 5, consultabile al link *legifrance.gouv.fr*.

[28] Prima della riforma, per realizzare una scissione parziale era necessario procedere in due tempi: effettuare un *apport partiel d'actifs*, con attribuzione delle partecipazioni alla conferente e distribuire successivamente tali partecipazioni ai suoi soci. In ogni caso, la *scission partielle*, prima che venisse riformulato l'art. L. 236-27 del *Code de Commerce*, non era però del tutto sconosciuta nell'ordinamento francese, essendo contemplata dal *Code général des impôts*, all'art. 115, 2 in virtù del quale l'operazione è assoggettata ad un regime di neutralità definito di "attribuzione contributiva". La fattispecie di scissione parziale cui fa riferimento il *Code de commerce* tuttavia appare più ampia rispetto a quella contenuta nel *Code général des impôts* che, diversamente dal primo, fa riferimento alla sola scissione parziale proporzionale, tanto che oggi ci si chiede se il regime della "attribuzione contributiva" possa essere esteso anche alle scissioni parziali non proporzionali ammesse dalla disciplina civilistica, v. G. Rembry, G. Exerjean, S. Rochefort, *Quelle fiscalité anticiper au regard des dernières évolutions juridiques et comptables en matière de scissions partielles ?*, in *Option Finance*, 8 avril 2024, disponibile su *NexisUni.*

[29] Lo rileva C. Barrillon, *Réforme du droit des fusions, scissions et apports partiels d'actifs dans les*

partiel d'actifs, inoltre, lascia intatti gli originari tratti tipologici della scissione. L'operazione di scorporazione "alla francese" oltre a non essere qualificata come una scissione ha anche un ambito di applicazione più ristretto rispetto all'omologa operazione italiana perché non può riguardare la totalità del patrimonio. Allo stesso tempo, appare più elastica di quella spagnola perché, al pari di quella italiana, consente la scorporazione di parte dell'attivo e, se del caso, del passivo, senza richiedere che l'oggetto dello scorporo consista in una "unità economica" [30].

Invero anche in Italia si è tentato di affermare che gli elementi trasferiti con la scissione dovessero essere avvinti se non da un legame funzionale quantomeno da una "significatività organizzativa" [31]. Anche sotto questo profilo, tuttavia, l'introduzione della scissione mediante scorporo sembra confermare la tesi più liberale che nega l'esistenza di un simile limite, aprendo la strada alla possibilità di trasferire con la scissione singole attività nonché singole passività (c.d. scissione negativa), favorendo in questo modo un'utilizzazione più estesa e flessibile dell'operazione, tale da renderla capace di soddisfare molteplici esigenze [32] anche nell'ambito della riorganizzazione di imprese in crisi [33].

Hanno introdotto una disciplina domestica della scissione mediante scorporo anche l'Ungheria, la Polonia e la Repubblica Ceca.

In Ungheria, l'istituto – denominato *leválás* – è definito dall'art. 3:45, co. 1a, del codice civile ungherese e disciplinato dall'art. 18/A della Legge CLXXVI/2013 sulle trasformazioni, fusioni e scissioni, introdotto dalla legge XXXIX/2023 ed è configurato quale forma di scissione parziale con costituzione di una nuova società. L'art. 18/A, co. 2, assoggetta espressamente il *leválás* alla disciplina della *kiválás* (scissione parziale), salvo alcune deroghe specificamente previste, mentre il co. 1 dispone che, nella determinazione del capitale sottoscritto della società residua, non

---

sociétés commerciales, in *JCP E*, 2023, 1183. Per un primo commento alla disciplina francese sulla scissione mediante scorporo si vedano: P.H. Conac, *La transposition de la directive Mobilité transfrontalière en droit comparé*, in *Revue des sociétés*, 2024, 782; M. L. Coquelet, *L'apport partiel d'actifs transfrontaliere: une opération en quête d'identité*, in *Revue des sociétés*, 2023, 743 e H. Le Nabasque, *La scission partielle*, BJS sept. 2023, n° BJS202h7, 53.

[30] Invero anche in Italia si è tentato di affermare che gli elementi trasferiti con la scissione dovessero essere avvinti se non da un legame funzionale quantomeno da una destinazione produttiva. Così, prima della riforma, G. Racugno, *Lo "scorporo" d'azienda*, Giuffrè, 1995, *passim.* Tuttavia, anche su questo piano, l'introduzione della scissione mediante scorporo sembra aver chiarito che lo scorporo non debba necessariamente avere ad oggetto un complesso aziendale.

[31] Il riferimento è a V. Caridi, *La scissione*, in V. Donativi (a cura di), *Trattato delle società*, t. I, Utet Giuridica, 2022, 966, ove i riferimenti alla dottrina che si è interrogata sulla questione.

[32] Per l'ipotesi di assegnazione di sole passività in una logica di gruppo, in presenza di vantaggi compensativi v. R. Santagata, "*Scissione mediante scorporo"*, cit., 288.

[33] Cfr. R. Santagata, "*Scissione mediante scorporo"*, cit., 311 ss.; Id., *Crisi d'impresa e operazioni straordinarie (primi appunti sul novellato art. 116 CCII)*, in *Dir. fall.*, 2025, 1 ss.

possa tenersi conto della partecipazione detenuta nella società beneficiaria [34]. La disciplina ungherese conferma, pertanto, la scelta di mantenere ferma la tradizionale nozione di scissione parziale, introducendo una disciplina speciale per l'ipotesi in cui la partecipazione nella società beneficiaria sia attribuita alla società scissa.

Per quanto riguarda la Polonia, l'operazione di *podział przez wyodrębnienie* è disciplinata dall'art. 529, § 1, n. 5, del codice delle società commerciali polacco (*Kodeks spółek handlowych*), introdotto dalla legge del 16 agosto 2023 di recepimento della direttiva (UE) 2019/2121. La disposizione prevede il trasferimento di una parte del patrimonio della società scissa a una o più società, preesistenti o di nuova costituzione, in cambio di quote o azioni delle beneficiarie attribuite alla stessa società scissa. Anche nell'ordinamento polacco lo scorporo è dunque configurato esclusivamente come operazione parziale, ma può essere realizzato sia mediante costituzione di una nuova società sia a favore di una o più società già esistenti. Il nuovo istituto si distingue dal preesistente *podział przez wydzielenie* essenzialmente per il destinatario delle partecipazioni emesse dalla beneficiaria, attribuite, nel primo caso, alla società scissa e, nel secondo, ai suoi soci. Merita di essere sottolineato come la relazione illustrativa alla legge 16 agosto 2023 qualifichi espressamente lo scorporo come una nuova forma di scissione, individuando nel trasferimento di attività e passività mediante successione universale parziale [35] il principale vantaggio dell'operazione rispetto al conferimento.

---

[34] La relazione illustrativa (*Indokolás*) alla Legge XXXIX/2023 precisa che il leválás è introdotto "*mint a kiválás egy alesetét*" ossia come variante della *kiválás* e individua quale elemento caratterizzante dell'istituto la circostanza che la società beneficiaria abbia come socio unico la società scissa. La medesima relazione spiega che il divieto di computare la partecipazione nella beneficiaria ai fini della determinazione del capitale della società residua mira ad evitare la duplicazione della rappresentazione del medesimo patrimonio (*ugyanazon vagyontömeg kétszeres szerepeltetése*). Nella dottrina che è stato possibile reperire v. M. Bodor, *A leválás, mint régi-új jogintézmény az átalakulás jogában*, in *Gazdaság és Jog*, 2023, nn. 7-8, 58 ss.

[35] V. la relazione illustrativa al progetto di legge, *druk* n. 3191, parte generale, sez. III, ove il *podział przez wyodrębnienie* è qualificato come un nuovo tipo di scissione parziale, modellato sull'*Ausgliederung* tedesca, la cui peculiarità è individuata nell'attribuzione alla società scissa delle partecipazioni emesse dalla società beneficiaria. La relazione motiva, inoltre, l'estensione dell'istituto alle operazioni interne con l'esigenza di evitare una discriminazione inversa delle società polacche, che, in mancanza di una corrispondente disciplina domestica, avrebbero potuto avvalersi dello scorporo esclusivamente nelle operazioni transfrontaliere armonizzate dalla direttiva (UE) 2019/2121, rimanendone invece escluse nelle riorganizzazioni puramente interne. Essa evidenzia altresì come la riforma sia volta ad ampliare gli strumenti di riorganizzazione societaria, offrendo un'alternativa al conferimento che consente il trasferimento del patrimonio mediante successione universale parziale. In dottrina, già prima della riforma, era stata proposta, sul modello tedesco, l'introduzione dello scorporo al fine di consentire riorganizzazioni di tipo verticale, in luogo delle sole riorganizzazioni orizzontali realizzabili attraverso la scissione tradizionale: così M. Ruciński, *Podział przez wyodrębnienie – uwagi de lege lata*, in *Przegląd Prawa Handlowego*, 2022, n. 6, 55 ss. Per un primo commento successivo alla riforma v. M. Mazgaj, *Podział przez wyodrębnienie – krytyczne spojrzenie na nową regulację*, in *Przegląd Prawa Handlowego*, 2024, n. 8, 27 ss.

Nella Repubblica Ceca, la legge n. 162/2024 ha introdotto nella legge n. 125/2008 sulle trasformazioni delle società e delle cooperative la scissione mediante scorporo denominata *vyčlenění*, espressamente ricompresa tra le forme di divisione dal § 243, co. 1, lett. *c*). L'operazione ha per oggetto una parte del patrimonio della scissa e può essere realizzata a favore di una o più società di nuova costituzione o preesistenti. Nel primo caso, la scissa diviene socia unica delle beneficiarie; nel secondo, acquista le partecipazioni in virtù di quanto previsto dal progetto, salva l'ipotesi in cui sia già socia unica della beneficiaria e il progetto escluda una nuova attribuzione (§ 244, co. 3 e 4). Il diritto ceco, dunque, ammette l'assegnazione delle partecipazioni alla scissa anche in presenza di beneficiarie preesistenti, ma conserva il carattere parziale dell'operazione quale elemento della fattispecie [36].

L'analisi comparata consente di distinguere due livelli di disarmonia a livello europeo. Il primo riguarda la possibilità stessa di ricorrere alla scissione mediante scorporo nelle operazioni interne. La direttiva (UE) 2019/2121 ne impone l'ammissibilità nella forma transfrontaliera da essa disciplinata, ma non richiede agli Stati membri di prevedere un'operazione corrispondente sul piano domestico. Ne può derivare, nel medesimo ordinamento, un'asimmetria tra gli strumenti disponibili per le riorganizzazioni interne e quelli utilizzabili in ambito transfrontaliero con una duplice conseguenza: anzitutto, possono originarsi incertezze applicative sotto la pressione degli operatori presumibilmente interessati a realizzare scissioni interne funzionalmente analoghe a quelle consentite in ambito transfrontaliero; in secondo luogo possono derivarne ostacoli alla mobilità delle imprese.

Il secondo livello di disarmonia emerge fra gli ordinamenti che ammettono la scissione mediante scorporo anche come operazione domestica. Le soluzioni adottate non comportano soltanto un diverso ambito di applicazione dell'operazione, ma incidono sulla nozione stessa di scissione. In Germania e in Italia sono ammesse scissioni mediante scorporo sia parziali sia totali, a favore di beneficiarie nuove o preesistenti. Anche nei Paesi Bassi l'intero patrimonio originario della scissa può essere assegnato a un'unica beneficiaria senza che la scissa si estingua, purché la beneficiaria sia di nuova costituzione. In questi Paesi, quindi, la scissione non presuppone necessariamente la divisione del patrimonio originario fra più società.

Tale elemento rimane necessario, invece, negli altri ordinamenti esaminati. In Spagna, per esempio, lo scorporo è qualificato come scissione se riguarda una o più parti del patrimonio della scissa. Il trasferimento dell'intero patrimonio a un'unica società di nuova costituzione, con attribuzione delle partecipazioni alla trasferente, infatti, pur potendo essere realizzato attraverso il procedimento di scissione e beneficiare quindi degli effetti della successione universale, non rappresenta una

[36] Per un breve commento della nuova disciplina, v. D. Dvořáková, *Přeměny obchodních společností*, 27 novembre 2024, in DAUC, disponibile al link *dauc.cz*.

scissione. Si può parlare, in questa ipotesi, di uno scorporo mediante scissione anziché di una scissione mediante scorporo.

Anche in Ungheria, Polonia e Repubblica Ceca la scissione mediante scorporo è concepita come una scissione parziale.

In Francia, infine, lo scorporo può essere realizzato mediante il procedimento di scissione, ma non è mai qualificato come tale, rappresentando un *apport partiel d'actifs*. Nell'ordinamento francese, dunque, la scissione conserva intatti tutti i suoi tradizionali elementi strutturali, compresa l'attribuzione delle partecipazioni della beneficiaria ai soci della società scissa.

Queste disarmonie disegnano un quadro nel quale a variare, da un Paese all'altro, è la stessa definizione di scissione. In alcuni ordinamenti essa può operare come tecnica di riorganizzazione anche in assenza di una divisione del patrimonio originario; in altri conserva tale elemento strutturale oppure l'operazione di scorporo viene collocata fuori dalla fattispecie della scissione. Sul piano del grado di armonizzazione, il problema sembra dunque essere, prima di tutto, di identità dell'istituto.

La questione assume un rilievo concreto anche alla luce della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio sul quadro giuridico societario del ventottesimo regime, "EU Inc.", presentata dalla Commissione il 18 marzo 2026 (*COM(2026) 321 final*, 2026/0074 (COD)). L'art. 3, lett. *d*, contempla la costituzione di una EU Inc. mediante scissione interna o transfrontaliera. Mentre per quest'ultima l'art. 21, par. 5, rinvia alla direttiva (UE) 2017/1132, per la scissione interna l'art. 21, par. 3, richiama la legge nazionale applicabile alla società scissa. Una società che intenda costituire una EU Inc. trasferendole un ramo d'attività e conservandone le partecipazioni potrebbe dunque ricorrere allo scorporo interno solo nei limiti in cui il proprio ordinamento lo ammetta. La medesima forma societaria europea rimarrebbe così accessibile attraverso percorsi di riorganizzazione differenti, con possibili ricadute sugli effetti del trasferimento e sulle tutele dei soggetti coinvolti.

Proprio questo esito mostra come l'armonizzazione delle forme societarie e dei procedimenti possa convivere con la disarmonia delle operazioni attraverso le quali le imprese si riorganizzano. Per elevare il grado di integrazione del diritto europeo delle scissioni, occorrerebbe allora interrogarsi non soltanto sull'opportunità di armonizzare ulteriori varianti delle operazioni transfrontaliere, ma anche sulla possibilità di individuare una nozione di scissione incentrata sulla sua funzione riorganizzativa. Armonizzare le categorie, oltre alle procedure, significherebbe ridurre la distanza tra operazioni economicamente analoghe che oggi, secondo l'ordinamento considerato, sono ricondotte a fattispecie differenti.

4. *L'ambito di applicazione soggettivo della scissione mediante scorporo*

La scelta del legislatore italiano di qualificare lo scorporo come una forma di scissione incide direttamente anche sul perimetro dei soggetti che possono accedere all'operazione: ne resta escluso l'imprenditore individuale, ma vi rientrano gli enti non societari.

4.1. *L'imprenditore individuale*

L'istituto italiano della scissione mediante scorporo appare ampiamente ispirato a quello tedesco, ma con una significativa divergenza quanto ai soggetti che possono avvalersene: in Germania, il § 124, co. 1, *UmwG* contempla espressamente la possibilità che l'imprenditore commerciale individuale (*Einzelkaufmann*) realizzi un'operazione di *Ausgliederung* a beneficio dei soggetti individuati dal successivo § 152 (società di persone commerciali, società di capitali e cooperative registrate). In Italia, invece, in generale, la possibilità di realizzare una scissione mediante un procedimento unitario non è consentita all'imprenditore individuale e di conseguenza neppure quella mediante scorporo.

La flessibilità che ha ispirato la riforma induce ad interrogarsi sulla possibilità di estendere la disciplina interna della scissione mediante scorporo anche all'imprenditore individuale iscritto nel registro delle imprese. La sua esclusione, infatti, dipende dai limiti derivanti dalla qualificazione dell'operazione in termini di scissione e non dalla natura sostanziale della stessa, tant'è che un risultato economico analogo è comunque già conseguibile mediante la procedura di conferimento [37].

Del resto, come è stato pragmaticamente affermato, la disciplina delle operazioni straordinarie è "artificiale", nel senso che non risponde ad alcun dogma, ma mira solamente a soddisfare esigenze pratiche avvertite dagli operatori [38]. I procedimenti di trasformazione, fusione e scissione consentono di conseguire, secondo regole ed effetti propri, risultati economico-giuridici realizzabili anche mediante una combinazione di altri atti; l'introduzione della scissione mediante scorporo ne costituisce una esplicita conferma.

La sua estensione all'imprenditore individuale offrirebbe, peraltro, un argomento

[37] Un'eventuale estensione richiederebbe però di definire, insieme agli effetti del trasferimento dei rapporti aziendali, la responsabilità dell'imprenditore per i debiti anteriori. L'applicazione del procedimento di scissione, infatti, non potrebbe tradursi in una sua liberazione a danno dei creditori. Anche su questo piano il confronto con la Germania è significativo: l'ammissione dell'*Einzelkaufmann* all'*Ausgliederung* si accompagna a una disciplina che ne conserva la responsabilità per i debiti trasferiti. Cfr. §§ 124, co. 1, 152 e 156 *UmwG*.

[38] M.S. Spolidoro, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *RDS*, 2019, 288.

sistematico a favore dell'ammissibilità della trasformazione dell'impresa individuale in società unipersonale, questione tuttora controversa [39].

4.2. *Gli enti non societari*

Se, con riferimento all'imprenditore individuale, la qualificazione dello scorporo come scissione ne determina l'esclusione dal perimetro di applicazione, nei confronti degli enti non societari essa produce l'effetto opposto. Proprio perché configurato come una forma di scissione, lo scorporo rientra infatti nell'ambito applicativo dell'art. 42 *bis* c.c., che richiama la disciplina della scissione in quanto compatibile, con la conseguenza che l'operazione può essere realizzata anche dalle associazioni riconosciute e non riconosciute e dalle fondazioni [40].

Tali enti quindi, sempre che l'atto costitutivo o lo statuto non lo vieti, possono, salvo alcuni casi particolari [41], effettuare una scissione mediante scorporo "reciprocamente".

È inoltre prospettabile lo scorporo da un ente non societario a favore di una società, o viceversa, verificando la compatibilità con gli artt. 2500 *septies* e 2500 *octies* c.c. [42].

L'ammissibilità dell'operazione richiede, tuttavia, alcuni adattamenti derivanti dalla disciplina propria degli enti coinvolti. Sotto il profilo procedurale, la decisione

---

[39] La dottrina è divisa. In senso favorevole all'ammissibilità della trasformazione dell'impresa individuale in società v. A. Cetra, *Le trasformazioni "omogenee" ed "eterogenee"*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. IV, Utet Giuridica, 2007, 157, nt. 52; più di recente, F. Marasà, *La trasformazione dell'impresa individuale in società di capitali: problemi di disciplina*, in *Giur. comm.*, 2025, I, 447 ss., spec. 450 s. e 461 ss. In senso contrario v. G. Marasà, *Trasformazioni eterogenee e dintorni: sviluppi normativi e problemi*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 529 ss.; E. Ricciardiello, *Trasformazione di impresa individuale e rapporti passivi*, in *Giur. comm.*, 2009, II, 1151 ss. Con specifico riguardo alle implicazioni della scissione mediante scorporo, R. Santagata, *Scissione mediante scorporo*, cit., 290. La giurisprudenza di legittimità esclude la qualificazione come trasformazione del conferimento dell'azienda individuale in società: da ultimo, Cass. 26 febbraio 2024, n. 5088, che riconduce l'operazione a un trasferimento d'azienda e ne trae le conseguenze in ordine alla responsabilità per i debiti anteriori. Per ulteriori riferimenti dottrinali e giurisprudenziali v. F. Marasà, *La trasformazione*, cit., 447 ss.

[40] M. De Paoli, *La scissione mediante scorporo e gli enti del Libro I del Codice civile*, in *Cooperative e enti non profit*, 1, 2025, 7.

[41] Per esempio, si ritiene "difficile una scissione con scorporo da parte di una associazione in un'altra associazione di nuova costituzione considerato che unico associato nella nuova associazione dovrebbe essere l'associazione scissa", così lo Studio n. 7-2026/CTS del Consiglio Nazionale del Notariato, *Le operazioni straordinarie degli enti del terzo settore,* di Rocco Guglielmo, del 15 aprile 2026.

[42] V. Consiglio notarile di Roma, Commissione massime di diritto societario, massima n. 10/2025, *Scissione eterogenea mediante scorporo*. La massima ammette le operazioni tra enti societari e non societari, subordinandole alla compatibilità con la struttura degli enti coinvolti e alla salvaguardia del patrimonio e dei terzi.

andrà adottata secondo le regole proprie dell'ente di volta in volta coinvolto e non si escludono difficoltà operative. In particolare, per le associazioni non riconosciute non iscritte nel Registro unico nazionale del Terzo settore (RUNTS), la mancanza di un registro nel quale pubblicare la decisione può creare difficoltà nell'adempimento degli oneri pubblicitari imposti dal procedimento di scissione [43]. In assenza di pubblicità legale, la comunicazione individuale della decisione ai creditori, con modalità idonee a provarne la ricezione, consente di individuare il momento dal quale far decorrere il termine per l'opposizione. Senza contare che l'operazione deve essere funzionalmente coerente con gli scopi dell'ente e rispettare i principi di salvaguardia del patrimonio e dei terzi. In particolare, in caso di scissione di ente non societario in favore di società, si deve tener conto, nei limiti della compatibilità, delle disposizioni dell'art. 2500 *octies* c.c. in materia di trasformazione in società di capitali, che non consente la trasformazione delle associazioni che abbiano ricevuto contributi pubblici oppure liberalità e oblazioni del pubblico (co. 3) e, per le fondazioni, richiede un provvedimento dell'autorità governativa (co. 4).

Ulteriori limitazioni possono inoltre derivare dalla natura dell'ente beneficiario oppure dal perseguimento del suo scopo.

Per esempio, quanto al primo profilo, se la beneficiaria è una fondazione di tipo tradizionale, lo scorporo non permette all'ente scisso di acquisire la qualifica di "socio", poiché la fondazione non emette azioni o quote. La fondazione di partecipazione, prospettata nella prassi notarile quale possibile beneficiaria, richiede tuttavia di verificare se la posizione attribuita all'ente scisso possa assolvere la funzione delle partecipazioni previste dall'art. 2506.1 c.c. [44].

Quanto, invece, al profilo dello scopo, nel caso di scissione trasformativa da società in ente non societario sarà necessario valutare se l'assegnazione patrimoniale alla beneficiaria comporti l'adozione di uno scopo non lucrativo tale da realizzare una finalità originariamente estranea all'attività d'impresa e, quindi, idoneo a mutare la natura stessa dell'investimento. In tal caso, potranno venire in considerazione adattamenti del procedimento per superare eventuali conflitti, come per esempio il riconoscimento del diritto di recesso.

5. *La scelta tra conferimento e scissione mediante scorporo*

La previsione di una mera facoltà e non già di un obbligo di avvalersi della disciplina della scissione ai fini dell'assegnazione di attività e/o passività a una o

[43] V. A. Cetra, *Le trasformazioni*, cit., 545 s., il quale prospetta, in assenza di pubblicità legale, la comunicazione individuale della decisione ai creditori anteriori con modalità idonee a provarne la ricezione.

[44] V. Consiglio notarile di Roma, Commissione massime di diritto societario, massima n. 10/2025, *Scissione eterogenea mediante scorporo*.

più società si evince chiaramente dalla lettera della legge delega (art. 3, co. 1, lett. p), legge n. 127/2022) nonché dal decreto delegato (art. 51, co. 3, lett. a), d.lgs. n. 19/2023) [45]. Resta dunque possibile, in alternativa, conseguire un risultato economico analogo mediante un conferimento in natura, al quale si affianca, quando il compendio conferito costituisca un'azienda o un suo ramo, la disciplina della circolazione dell'azienda.

L'analisi svolta nei paragrafi precedenti mostra come tale scelta non rappresenti una mera opzione procedimentale, ma rifletta una precisa impostazione sistematica. Il legislatore, infatti, non ha sostituito il conferimento con la scissione mediante scorporo, bensì ha affiancato al primo un modello alternativo di realizzazione dello scorporo. Ne consegue che, anche nell'ordinamento italiano, il conferimento e la scissione mediante scorporo devono essere considerati istituti concorrenti, la cui utilizzazione è rimessa agli operatori in funzione degli effetti che l'operazione è destinata a produrre.

Non si tratta, pertanto, di stabilire quale dei due procedimenti sia in astratto preferibile, bensì di individuare i criteri che devono orientare la scelta tra due tecniche di riorganizzazione patrimoniale che, pur perseguendo risultati economici analoghi, producono effetti giuridici differenti.

A mio avviso, la scelta tra conferimento e scissione mediante scorporo appartiene anzitutto alla valutazione gestoria degli amministratori della scissa. Sono questi, infatti, a dover individuare lo strumento più adatto agli interessi della società e a sottoporlo, quando necessario, all'organo competente a deliberare l'operazione. Se la beneficiaria è preesistente, tale valutazione non può però essere compiuta unilateralmente: gli amministratori delle società coinvolte devono confrontarsi sul contenuto dello scorporo e concordare il procedimento attraverso il quale realizzarlo, poiché dalla scelta dell'uno o dell'altro dipende la disciplina applicabile ai rapporti patrimoniali interessati [46].

Nell'esercizio di tale discrezionalità, gli amministratori sono chiamati a valutare gli effetti che ciascuno dei due strumenti è idoneo a produrre rispetto agli interessi della società. La scelta investe, anzitutto, le modalità di circolazione degli elementi patrimoniali interessati dall'operazione: occorre stabilire se avvalersi degli effetti propri della scissione, che, secondo una parte della dottrina, producono effetti di

[45] R. Santagata, *Scissione mediante scorporo*, cit., 275, nt. 19 sottolinea come la previsione di una facoltà, anziché di un obbligo, di ricorrere al procedimento di scissione per la realizzazione dello scorporo risulti coerente con l'impostazione accolta dall'art. 2500 *octies* c.c., che, in presenza di una comunione d'azienda, riconosce ai cotitolari la possibilità di scegliere tra il conferimento e la trasformazione in società di capitali.

[46] Seppur con riferimento alla fusione, evidenzia come nella prassi gli amministratori delle società partecipanti concludano un accordo *pre-procedimentale* E. Barcellona, *Governo societario e accordi di fusione,* in *Riv. soc.,* 2025, 900, secondo il quale si tratta di un atto di gestione soggetto pertanto alla *business judgment rule.*

successione universale [47], oppure procedere mediante conferimento, soggetto alle regole del trasferimento a titolo particolare e, quando ne ricorrano i presupposti, alla disciplina della circolazione dell'azienda.

In questa prospettiva, non sembra opportuno che lo statuto di una società azionaria imponga agli amministratori di realizzare ogni operazione di scorporo mediante il procedimento di scissione [48]. Una simile previsione priverebbe, infatti, gli amministratori della possibilità di individuare, caso per caso, il procedimento maggiormente idoneo rispetto agli interessi perseguiti dalla società, riducendo la flessibilità che la riforma ha inteso, invece, accrescere attraverso l'ampliamento degli strumenti di riorganizzazione dell'impresa [49].

Una volta chiarito che la scelta tra conferimento e scissione mediante scorporo rientra tra le competenze gestorie degli amministratori, occorre individuare i criteri idonei a orientarne l'esercizio. Il primo profilo da verificare riguarda la struttura dei rispettivi procedimenti, al fine di accertare se la scissione mediante scorporo presenti caratteristiche tali da renderla, in via generale, preferibile rispetto al conferimento.

Il confronto con le altre operazioni straordinarie offre, sotto questo profilo, utili spunti. Nelle operazioni di trasformazione, fusione e scissione (in senso stretto), gli esiti economico-giuridici cui conducono i rispettivi procedimenti potrebbero, in linea teorica, essere raggiunti anche attraverso modalità alternative, segnatamente mediante un procedimento articolato in due fasi, consistente nello scioglimento e nella liquidazione della società originaria, seguiti dalla costituzione di una nuova società con l'assetto desiderato. In tali ipotesi, l'unitarietà del procedimento costituisce di per sé una ragione della sua utilità, poiché riduce la complessità dell'operazione e i costi connessi al suo compimento [50].

---

[47] La qualificazione degli effetti della scissione in termini di successione universale non è condivisa da tutta la dottrina ed è oggetto di diverse ricostruzioni, v. G. Scognamiglio, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7/2, Utet, 2004, 356; M. Centonze, *Assegnazione patrimoniale e disciplina dell'azienda nella scissione di società*, Giuffrè, 2013, 119. Per la tesi della successione universale, diffusa nella prassi notarile, v. F. Magliulo, *L'attuazione della direttiva*, cit., 642 ss. Nel diritto spagnolo il dato normativo è invece esplicito: il *Real Decreto-ley* 5/2023 prevede il trasferimento in blocco per successione universale nelle modificazioni strutturali che comportano una circolazione patrimoniale e, con specifico riguardo alla *segregación*, lo stabilisce all'art. 61; l'art. 58, co. 1, n. 3, annovera quest'ultima tra le forme di *escisión*.

[48] Cfr. G. Guerrieri, *La scissione mediante scorporo*, cit., 19, che invece è aperto a questa possibilità in particolare nella s.r.l.

[49] Già prima dell'introduzione della scissione mediante scorporo, L. Buttaro, *Scissione e scorporo*, in *Studi in onore di Gastone Cottino*, vol. II, Cedam, 1997, 1412, proponeva di estendere il procedimento di scissione allo scorporo, anche in ragione delle maggiori informazioni offerte ai soci sulle ricadute dell'operazione.

[50] M.S. Spolidoro, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, cit., 288.

Diversamente, confrontando il procedimento di conferimento e quello di scissione mediante scorporo, la maggiore convenienza di quest'ultimo non appare altrettanto evidente. Anche il conferimento, infatti, consente di coordinare, nell'ambito della medesima operazione, l'assegnazione patrimoniale e l'acquisto della partecipazione. L'unitarietà del procedimento non costituisce quindi, da sola, un vantaggio proprio della scissione mediante scorporo.

Salvo che la scissione mediante scorporo non possa essere realizzata in forma semplificata (e questo accade essenzialmente in caso di scissione mediante scorporo in cui la scissa trasferisce il proprio patrimonio ad una società di nuova costituzione oppure già totalmente partecipata [51]) essa non può ritenersi, in linea generale, senz'altro più agile del conferimento.

Neppure il "risparmio" della relazione di stima può essere considerato un elemento decisivo. Per un verso, infatti, anche nel conferimento in una s.p.a. è possibile, nei casi previsti dall'art. 2343 *ter* c.c., beneficiare dell'esonero dalla relazione di stima prevista dall'art. 2343, co. 1, c.c. Ciò può avvenire, per esempio, qualora il valore attribuito ai beni in natura o ai crediti conferiti, ai fini del capitale e dell'eventuale sovrapprezzo, sia pari o inferiore al *fair value* iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente quello del conferimento, sottoposto a revisione legale senza rilievi sulla valutazione dei beni interessati. Per altro verso, neppure nella scissione la perizia di stima è sempre evitabile. Essa, infatti, rimane necessaria in una serie di ipotesi: quando alla beneficiaria vengano trasferite attività e passività aventi, complessivamente, un valore contabile inferiore rispetto a quello imputato a capitale ovvero quando la scissa sia una società di persone e la beneficiaria una società di capitali.

Analoga cautela è necessaria con riguardo al diritto di recesso.

Nella scissione mediante scorporo, ai sensi dell'art. 2506 *ter*, ultimo comma, c.c., il socio della scissa non può recedere per il solo fatto di non avere consentito all'operazione; tuttavia secondo la lettura qui accolta[52] possono venire in considerazione autonome cause di recesso, ad esempio quando l'operazione si accompagni a una trasformazione dell'ente o determini una modificazione dell'oggetto sociale rilevante secondo la disciplina del tipo societario interessato. D'altro canto, anche il conferimento può incidere sulla posizione del socio: nella s.r.l., qualora comporti una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale, può integrare la causa

[51] Le semplificazioni di cui all'art. 2505, co. 2, c.c. sono ritenute applicabili anche alla scissione mediante scorporo da R. Santagata, *Scissione mediante scorporo*, cit., 295. Questa conclusione è confortata anche dal dato comparatistico: nel diritto tedesco il § 125 *UmwG* estende espressamente anche alla scissione mediante scorporo la possibilità di delegare la decisione all'organo amministrativo qualora la beneficiaria sia posseduta dalla scissa totalmente (§ 9) oppure per almeno il 90% (§ 62). Allo stesso tempo, ai sensi del § 127 dell'*UmwG* è sempre richiesta la relazione degli amministratori in cui devono essere illustrati gli aspetti giuridici ed economici dell'operazione, che in Italia, invece, pare sempre esclusa quando la beneficiaria è di nuova costituzione (art. 2506 *ter*, co. 3, c.c.).

[52] V. *supra* par. 3.2.

di recesso prevista dall'art. 2473 c.c. e richiede la decisione dei soci ai sensi dell'art. 2479, co. 2, n. 5, c.c.

Neppure il riparto delle competenze decisionali consente di tracciare una distinzione netta tra i due istituti. Nella s.p.a., il conferimento d'azienda rientra di regola nella competenza gestoria, ma la questione della competenza assembleare si pone quando esso incida in misura tale sull'attività della società da assumere carattere "primordiale" [53]. Va inoltre considerato il limite posto dall'art. 2361, co. 1, c.c. all'assunzione di partecipazioni che, per la loro misura e il loro oggetto, comportino una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale determinato dallo statuto. L'art. 2361, co. 2, c.c. viene invece in considerazione qualora l'assunzione della partecipazione comporti responsabilità illimitata per le obbligazioni della società partecipata. Dal lato della società destinataria dell'assegnazione, se preesistente, il conferimento richiede normalmente la deliberazione di un aumento di capitale; nella scissione, invece, l'attribuzione di partecipazioni alla scissa non presuppone sempre l'emissione di nuove azioni o quote.

Le differenze procedimentali evidenziate, dunque, non consentono di individuare un criterio generale di preferenza tra i due istituti. Peraltro, si ritiene che il conferimento d'azienda e la scissione assicurino, pur attraverso tecniche giuridiche differenti, livelli di tutela complessivamente equivalenti per soci di minoranza, creditori [54] e lavoratori [55], benché nella scissione tale sistema possa ritenersi più evoluto e

---

[53] P. Marchetti, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 212 ss. Sul tema più recentemente, anche per gli ampi riferimenti, v. N. De Luca, *Gestione dell'impresa e disposizione dell'azienda. Uno studio di diritto comparato*, in *Riv. soc.*, 2022, 366 ss.; Id., *La "circolazione" volontaria di un fondo comune tra sgr. Una fattispecie acquisitiva a titolo originario?*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2023, 887 ss.

[54] Sul rapporto fra le tutele dei creditori nella scissione e nel trasferimento d'azienda v. G.E. Colombo, *Scissione e trasferimento d'azienda. A) Introduzione*, in *Studium oeconomiae*, 2000, 371 s. L'A. osserva che la responsabilità della società partecipante alla scissione diversa da quella cui il debito fa carico, limitata al valore effettivo del patrimonio netto assegnatole o rimasto, offre una tutela successiva meno ampia di quella prevista dall'art. 2560, co. 2, c.c.; ritiene tuttavia che tale differenza sia compensata dal diritto di opposizione spettante ai creditori prima dell'attuazione dell'operazione. Sulle specificità della tutela dei creditori della scissa nella scissione mediante scorporo v. L. Tronci, *La scissione mediante scorporo nella prospettiva dei creditori della società scorporata*, in *Riv. soc.*, 4, 2025, 539 ss., spec. 542 ss. e 549 s.

[55] Con specifico riguardo ai lavoratori, G. Scognamiglio, *Scissione e trasferimento d'azienda. B) Profili civilistici*, in *Studium oeconomiae*, 2000, 373 ss., spec. 379-381, ritiene che, qualora un'azienda o un suo ramo siano assegnati mediante scissione, sulla responsabilità solidale senza limiti del cedente e del cessionario prevista dall'art. 2112, co. 2, c.c. prevalga la disciplina speciale della scissione: dei debiti indicati nel progetto risponde in via principale la società cui sono assegnati, mentre la responsabilità delle altre società partecipanti è sussidiaria e limitata al valore effettivo del patrimonio netto loro assegnato o rimasto. L'A. reputa che tale minore ampiezza della tutela successiva sia compensata dalla possibilità, spettante anche ai lavoratori, in quanto creditori, di opporsi alla scissione prima della sua attuazione.

completo, soprattutto sotto il profilo della trasparenza, dal momento che il relativo procedimento offre un apparato informativo più articolato [56].

Anche sul piano del regime fiscale, quando l'operazione ha ad oggetto un'azienda, la scissione mediante scorporo (art. 173, co. 15 *ter* e 15 *ter*.1, t.u.i.r.) [57] e il conferimento (art. 176 t.u.i.r.) non sembrano caratterizzati da rilevanti differenze: i due istituti sono entrambi improntati al principio di neutralità fiscale ai fini delle imposte dirette, nel senso che il trasferimento non determina, di per sé, il realizzo di plusvalenze [58].

I profili procedimentali e fiscali costituiscono, pertanto, elementi che gli amministratori sono chiamati a considerare nella scelta tra i due istituti. Quando l'operazione ha ad oggetto un'azienda, la neutralità fiscale riconosciuta tanto alla scissione mediante scorporo quanto al conferimento non offre, di per sé, una ragione per preferire l'uno all'altro. La valutazione muta, invece, se si intendono trasferire beni che non costituiscono un'azienda: in tal caso, la continuità dei valori fiscali assicurata

---

[56] Per queste considerazioni si veda R. Santagata, *Scissione mediante scorporo*, cit., 305, alle quali l'A. giunge dopo un analitico confronto fra le tutele per creditori e soci nella scissione e nel conferimento.

[57] I riferimenti sono al t.u.i.r. approvato con d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917. Dal 1° gennaio 2027 troverà applicazione il nuovo t.u.i.r., approvato con d.lgs. 19 giugno 2026, n. 117. Con riferimento all'art. 173 la disciplina contenuta nei co. 15 *ter* e 15 *ter*.1 sarà riportata, rispettivamente, nei co. 17 e 18.

[58] Sebbene non sia possibile approfondire in questa sede il regime fiscale della scissione e del conferimento, è opportuno precisare che, con riferimento al conferimento, la neutralità prevista dall'art. 176 t.u.i.r. opera quando l'operazione ha ad oggetto un'azienda. Qualora invece siano conferiti singoli beni, si applicano le ordinarie regole di determinazione del reddito d'impresa, con il possibile realizzo di componenti imponibili. La scissione mediante scorporo è invece fiscalmente neutrale anche quando le attività e passività assegnate non costituiscono un'azienda, secondo la disciplina dell'art. 173, co. 15 *ter* e 15 *ter*.1, t.u.i.r. Una differenza può manifestarsi anche sul piano delle imposte indirette: mentre il conferimento d'azienda è escluso dall'IVA, il conferimento di singoli beni segue il regime proprio dei beni trasferiti; per lo scorporo di singoli beni, la dottrina, seppur con alcune incertezze interpretative, ritiene applicabile l'esclusione prevista per le scissioni. Sul confronto fra i due istituti, alla luce delle modifiche introdotte dal d.lgs. 18 dicembre 2025, n. 192, v. G. Corasaniti, *I profili tributari della scissione mediante scorporo all'indomani delle modifiche apportate all'art. 173 t.u.i.r. dal d.lgs. n. 192 del 2025: tra passi in avanti e perduranti incoerenze sistematiche*, in *Dir. prat. trib*., 2026, 413 ss., spec. 418 ss. e 427 ss.; C. Vernole, *La disciplina fiscale della scissione mediante scorporo*, in *Notariato*, 2026, 327 ss. Per la disciplina anteriore al correttivo v. S. Necci, L. Miele, *La scissione mediante scorporo alternativa al conferimento*, in *Corr. trib.*, 2025, 100 ss.; M. Di Siena, *Lo scorporo nelle imposte sui redditi: i rapporti con la disciplina delle operazioni straordinarie "domestiche"*, in E. Della Valle e G. Fransoni (a cura di), *Profili tributari dello scorporo*, Giappichelli, 2024, 45 ss. Si vedano inoltre CNDCEC–Fondazione Nazionale dei Commercialisti, *Scissione mediante scorporo: la disciplina fiscale alla luce dell'attuazione della riforma tributaria*, 30 maggio 2024 e Assonime, *La scissione mediante scorporo (direttiva UE 2019/2121): prima analisi degli aspetti fiscali*, Circolare 11 maggio 2023, n. 14, che sottolinea la libertà di scelta tra scissione mediante scorporo e conferimento anche quando le due operazioni comportino un diverso carico fiscale.

dalla scissione non trova un corrispondente nel regime del conferimento, che può comportare il realizzo di componenti imponibili. La convenienza fiscale dello strumento dipende, dunque, anche dalla natura del patrimonio oggetto dell'operazione.

Non potendosi individuare un criterio di preferenza valido per ogni operazione, la scelta va rapportata agli effetti che la società intende conseguire. A tal fine, non basta confrontare la struttura e i costi dei due procedimenti: occorre considerare anche le regole che governano il passaggio alla beneficiaria dei beni e dei rapporti compresi nell'operazione. È su questo piano che assume rilievo la diversa disciplina della circolazione patrimoniale nel conferimento e nella scissione mediante scorporo. Sotto tale profilo, il conferimento determina un trasferimento a titolo particolare, mentre la scissione mediante scorporo, quale *species* del *genus* scissione, comporta secondo una diffusa ricostruzione la devoluzione del patrimonio secondo le regole della successione universale [59].

La diversa qualificazione non esaurisce, tuttavia, il confronto: ai fini della scelta rilevano soprattutto le conseguenze che ciascun regime produce rispetto agli specifici beni e rapporti da assegnare.

Optando per la realizzazione di una scissione mediante scorporo, la beneficiaria subentra *ipso iure* nei rapporti giuridici ad essa attribuiti dal progetto di scissione, senza necessità, in linea generale, di stipulare distinti atti traslativi o di acquisire il consenso delle controparti, ferma l'applicazione delle disposizioni speciali relative a determinati rapporti [60]. Occorre però considerare che anche nel conferimento d'azienda opera il subentro nei contratti stipulati per l'esercizio dell'azienda che non abbiano carattere personale, salvo patto contrario e ferma la facoltà del terzo contraente di recedere per giusta causa, nei termini previsti dall'art. 2558 c.c. L'assenza del consenso della controparte non costituisce, dunque, un vantaggio esclusivo della scissione: la differenza va apprezzata rispetto alla disciplina applicabile ai singoli rapporti.

Le ricadute del diverso regime di circolazione del patrimonio si colgono anche con riguardo alla responsabilità civilistica per i debiti trasferiti. Su questo piano,

---

[59] La qualificazione degli effetti patrimoniali della scissione in termini di successione universale è discussa. In senso critico v. G. Scognamiglio, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. 7, Utet, 2004, 356; M. Centonze, *Assegnazione patrimoniale e disciplina dell'azienda nella scissione di società*, Giuffrè, 2013, 119. Per la ricostruzione successoria v. F. Magliulo, *L'attuazione della direttiva*, cit., 642 ss. Si tratta delle fonti già richiamate nella precedente nota del presente paragrafo sul regime di circolazione del patrimonio.

[60] Per un'esemplificazione delle conseguenze che la dottrina notarile riconduce all'assegnazione patrimoniale mediante scissione v. F. Magliulo, *L'attuazione della direttiva*, cit., 642; D. Boggiali, N. Atlante, *La scissione mediante scorporo*, cit., 14. Con riguardo agli immobili assegnati, gli autori ritengono, tra l'altro, che non trovino applicazione le garanzie per evizione e le prelazioni legali, che non sia necessaria la trascrizione dell'atto di scissione nei registri immobiliari, ferma la voltura catastale, e che non siano richieste le menzioni urbanistiche, la documentazione relativa alla prestazione energetica e le dichiarazioni sulla conformità catastale previste per gli atti di trasferimento.

infatti, è stato osservato che "la circolazione dell'azienda (o di un suo ramo) mediante il nuovo schema della scissione mediante scorporo offre alla scissa, in specie, il vantaggio di rendere sussidiaria la sua responsabilità solidale per i debiti che il progetto assegna inequivocabilmente alla beneficiaria: carattere non riconosciuto invece, almeno testualmente, alla solidarietà del cedente rispetto ai debiti dell'azienda trasferita, dal che si deduce l'assoluta libertà dei creditori aziendali nella scelta del coobbligato al quale rivolgere le loro pretese" [61].

A tale sussidiarietà si aggiunge, per i debiti assegnati alla beneficiaria, il limite del valore effettivo del patrimonio netto rimasto alla scissa, ai sensi dell'art. 2506 *quater*, co. 3, c.c.

Anche sotto questo profilo, pertanto, il diverso regime di circolazione del patrimonio incide sulla misura e sulle modalità della responsabilità che la società conserva per i debiti assegnati. La valutazione degli amministratori deve quindi considerare, insieme ai costi e agli adempimenti richiesti, anche la posizione che ciascuno strumento determina per la società e per i suoi creditori.

6. *La scissione mediante scorporo con beneficiaria di nuova costituzione: spunti per una possibile estensione dell'esonero dalla perizia di stima* ex *art. 2343* ter*, comma 2, lett. a), c.c.*

La scissione mediante scorporo, al pari del conferimento, consente di costituire una nuova società. Tuttavia, a differenza del conferimento, la formazione del capitale sociale della beneficiaria non richiede, di regola, una relazione di stima, purché avvenga nei limiti dei valori contabili del patrimonio assegnato**.**

Si ritiene, infatti, che "quand'anche venga creato capitale attraverso lo scorporo, resta fermo che ciò avviene nell'ambito di una variante della fattispecie della scissione, la quale – diversamente da quanto accade nella fattispecie del conferimento – è caratterizzata da norme e principi dipendenti dalla propria natura di modifica organizzativa dei rapporti sociali: principi per i quali non richiede relazione di stima la eventuale creazione di capitale in una beneficiaria, che sia una società di capitali, con valori presenti nel patrimonio netto (capitale e riserve) della scissa nel rispetto del principio di continuità di cui all'art. 2504-*bis*, comma 4, c.c. (norma dettata per la fusione, ma pacificamente estesa alla scissione)". Si precisa inoltre che "in conformità a quanto avviene nella fusione, nella scissione la perizia è, infatti, richiesta

[61] R. Santagata, *Scissione mediante scorporo*, cit., 309, il quale tuttavia conclude che tale differenza non ha particolare rilievo applicativo. Il confronto riguarda i debiti inequivocabilmente attribuiti alla beneficiaria dal progetto, per i quali la responsabilità della scissa è disciplinata dall'art. 2506 *quater*, ultimo comma, c.c.; restano ferme le disposizioni speciali relative a particolari categorie di debiti.

quando la scissa sia una società di persone (v. art. 2501 *sexies*, co. 7, c.c.) o, nella scissione 'eterogenea', un ente non societario (v. massima n. 20), e quando, per una finalità consentita, il capitale della beneficiaria viene creato in misura superiore rispetto al valore contabile dei beni assegnati, purché nei limiti del valore minimo attestato dall'esperto (si rinvia alle massime nn. 27 e 72)" [62].

La superfluità della relazione di stima viene quindi fondata sull'applicazione del principio di continuità dei valori contabili (art. 2506 *quater,* che richiama l'art. 2504 *bis*, co. 4, c.c.). Nella scissione mediante scorporo con beneficiaria di nuova costituzione, tale continuità riguarda anzitutto i valori delle attività e delle passività assegnate, rilevanti alla data di efficacia dell'operazione[63]. Essa non richiede, invece, che il capitale della beneficiaria derivi da una corrispondente riduzione di quello della scissa. Quest'ultimo continua a trovare copertura nella partecipazione ricevuta, mentre il capitale della beneficiaria è costituito *ex* novo impiegando i valori del patrimonio assegnato.

Ne deriva, allora, che la superfluità della relazione di stima non può essere spiegata esclusivamente alla luce del principio di continuità contabile. Essa, invece, sembra trovare il proprio fondamento in una ragione di carattere più generale, destinata ad operare anche al di fuori del procedimento di scissione: il riconoscimento, da parte del legislatore, dell'idoneità del bilancio sottoposto a revisione legale e corredato da una relazione priva di rilievi in ordine alla valutazione dei beni a garantire l'attendibilità dei valori [64] e, conseguentemente, l'effettiva copertura del

---

[62] Così Consiglio Notarile di Milano, *Massima n. 209, Scissione mediante scorporo. Art. 2506.1 c.c.*, del 7 novembre 2023, confermando quanto già precedentemente affermato nella Massima n. 182, *Obbligo di menzione della perizia di stima in caso di scissione realizzata "mediante aumento di capitale con conferimento di beni in natura o di crediti" (artt. 2506-ter, comma 2, e 2343 c.c.)*, *del* 24 settembre 2019, ossia che nella scissione la perizia non è necessaria ogni qualvolta venga aumentato il capitale sociale della beneficiaria. Sul tema si veda anche F. Magliulo, *L'attuazione della direttiva (UE)*, cit., 637.

[63] Cfr. G. Racugno, *L'iscrizione delle attività e passività nel primo bilancio successivo alla scissione mediante scorporo*, in *Riv. soc.*, 2024, 981, che esclude che il principio di continuità trovi applicazione nella scissione mediante scorporo, sostenendo che, in questa specifica forma di scissione, l'assegnazione dei beni dalla società scissa alla beneficiaria abbia natura onerosa, dove la contropartita dell'operazione è rappresentata dalla partecipazione ricevuta nella beneficiaria stessa. Tuttavia, nel caso considerato, sembrerebbe più appropriato applicare le regole contabili della permuta. In proposito, l'OIC 16 (Immobilizzazioni materiali) distingue due casi: *a)* quello della permuta con funzione di acquisto (par. 82), da rilevare in base al presumibile valore di mercato attribuibile al bene ricevuto alla data di acquisizione; *b)* quello in cui la permuta non realizza una compravendita (par. 83), ma è effettuata per procurare la disponibilità di un cespite di analoghe caratteristiche funzionali senza l'obiettivo di conseguire un componente positivo di reddito. In questa ipotesi, il valore d'iscrizione dell'immobilizzazione materiale acquisita è riconosciuto al valore contabile netto dell'immobilizzazione materiale ceduta.

[64] G.E. Colombo, *Il bilancio d'esercizio*, in G.E. Colombo e G.B. Portale, *Bilancio d'esercizio e consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, 1994, 42.

capitale sociale [65]. La scissione mediante scorporo con beneficiaria di nuova costituzione sembra dimostrare, infatti, che tale obiettivo può essere conseguito anche in assenza di una relazione di stima, purché i valori iscritti in bilancio siano assistiti da adeguate garanzie di attendibilità.

Se così è, l'irrilevanza della relazione di stima nella scissione mediante scorporo non rappresenta una soluzione eccezionale, confinata a tale operazione, ma costituisce l'espressione di un principio suscettibile di assumere rilievo anche ai fini del conferimento.

Questa conclusione assume particolare rilievo nella prospettiva di un possibile ampliamento dell'esonero previsto dall'art. 2343 *ter*, co. 2, lett. a), c.c. Se, infatti, il valore contabile, purché attendibile e non superiore al valore effettivo del bene, in una scissione mediante scorporo può concorrere alla formazione del capitale senza comprometterne l'effettiva copertura, non sembra esservi ragione sul piano della funzione della stima per limitare, nel caso del conferimento, l'esonero ai soli valori determinati secondo il criterio del *fair value*.

In altri termini, si potrebbe estendere l'esonero previsto dall'art. 2343 *ter*, co. 2, lett. a), c.c. ai valori determinati secondo il costo storico, purché il bilancio sia sottoposto a revisione senza rilievi sulla valutazione dei beni conferiti e il valore attribuito al conferimento non ecceda il loro valore effettivo.

Invero, com'è noto, la versione attuale dell'art. 2343 *ter* c.c. – riscritta dal d.lgs. 29 novembre 2010, n. 224 per fugare i dubbi che aveva sollevato l'uso del termine "valore equo" [66] impiegato nella prima versione della norma – adesso si riferisce espressamente al *fair value*, lasciando intendere che ai fini dell'esonero dalla perizia rilevino solamente i valori di scambio [67]. Questo parametro, però, al pari di

[65] Sul principio di effettività del capitale sociale quale fondamento della disciplina dei conferimenti in natura e in particolare sulla funzione della relazione di stima quale presidio della corretta formazione del capitale, v., tra gli altri, G. B. Portale, *I conferimenti in natura "atipici" nella s.p.a.*, Giuffrè, 1974, spec. 35 ss.; M. Miola, *I conferimenti in natura*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Utet, 2004, spec. 44 ss.; A. Pavone La Rosa, *Gli interessi tutelati nella disciplina dell'art. 2343 c.c.*, in *Riv. soc.*, 1965, 765 ss.

[66] Per una sintesi del dibattito originatosi intorno alla prima versione dell'art. 2343 *ter* c.c. con i relativi riferimenti si rinvia a C. B. Vanetti, *Il conferimento d'azienda*, in C. B. Vanetti, F. Salerno, *Conferimento d'azienda e scissione delle società*, Giappichelli, 2012, 24 ss.

[67] G.B. Portale, *Le nuove norme sui conferimenti in natura nelle s.p.a.: dal "ravvicinamento" alla "disarmonizzazione" dei diritti nazionali*, in *Riv. soc.*, n. 1, 2012, 11 ss., spec. 29-32 critica il rinvio ai principi contabili internazionali introdotto dalla riforma, ritenendolo più restrittivo della disciplina europea, ma continua ad individuare nel valore attuale di scambio il parametro della valutazione. Sull'argomento si veda anche G. Strampelli, *I regimi alternativi di stima dei conferimenti in natura in società per azioni: appunti*, in *Riv. dir. civ.*, II, 2011, 218 ss. Nella prassi notarile v. Massima n. 120, *Il "fair value iscritto nel bilancio dell'esercizio precedente" ai fini della valutazione di conferimenti in natura in s.p.a. (art. 2343-ter, comma 2, lett. a), c.c.)*, del 5 aprile 2011, con la quale, a seguito delle modifiche apportate dal d.lgs. n. 224/2010 era stato rettificato l'orientamento espresso nella massima n. 104, v. *supra*, nota sulla prima formulazione dell'art. 2343 *ter* c.c.

quello di perizia, nell'ottica di garantire l'effettività del capitale sociale, rappresenta solamente il limite massimo a cui il bene può essere iscritto in bilancio quale "valore che dovrebbe rendere edotti i soci e i terzi creditori sull'effettività del capitale sociale" [68]. In questo senso, il caso della scissione mediante scorporo con società di nuova costituzione sembra confermare che il valore contabile in generale, compreso quello storico (seppur, normalmente, più basso di quello reale) è anch'esso funzionale a conseguire questo obiettivo.

La sua ammissione quale autonomo parametro di esonero richiederebbe, tuttavia, un'estensione della disciplina vigente.

La proposta investe anche il quadro europeo: l'art. 50, par. 3, della direttiva (UE) 2017/1132 richiama infatti il valore equo ricavato dai conti obbligatori dell'esercizio precedente, sottoposti a revisione [69]. Il riconoscimento del costo storico quale parametro autonomo, indipendentemente dalla sua coincidenza con il valore equo, richiede pertanto che l'intervento sia valutato anche rispetto alla disciplina armonizzata, prevedendone, ove necessario, un adeguamento.

Entro questi limiti, la scissione mediante scorporo con beneficiaria di nuova costituzione offre un argomento sistematico per ripensare i parametri contabili utilizzabili ai fini dell'esonero della perizia di stima nei conferimenti. La possibilità di formare capitale mediante valori già contabilizzati suggerisce di commisurare la necessità di una nuova stima alle garanzie disponibili circa la loro attendibilità e la loro persistente idoneità ad assicurare l'effettiva copertura del capitale.

---

[68] P. Balzarini, *Le immobilizzazioni materiali*, in L.A. Bianchi (a cura di), *La disciplina giuridica del bilancio di esercizio*, *Il Sole 24 Ore*, 2001, 577. In argomento, v. già G.B. Portale, Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni, in *Riv. soc*., 1970, 33 ss., spec. 60 ss.; G. Olivieri, *I conferimenti in natura nella società per azioni*, Cedam, 1989, spec. 178 ss.; M. Miola, *I conferimenti in natura*, cit., spec. 352 ss.; A. Pisani Massamormile, *sub* art. 2343 c.c., in *Commentario del codice civile*, diretto da Busnelli, Giuffrè, 2015, 122 ss., i quali evidenziano come la funzione della relazione di stima non consista nell'individuazione del massimo valore astrattamente attribuibile al bene conferito, bensì nell'accertamento di un valore idoneo ad evitare la sopravvalutazione del conferimento e, conseguentemente, la formazione di un capitale sociale privo di effettiva copertura.

[69] V. l'art. 50, par. 3, direttiva (UE) 2017/1132, che richiama inoltre, mediante rinvio al par. 2, i controlli sui fatti nuovi rilevanti e la possibilità di richiedere una valutazione da parte di un esperto indipendente. Per gli obblighi di pubblicità e le dichiarazioni relative al valore del conferimento, v. anche l'art. 51 della medesima direttiva.

Temi e dibattiti
Comments and analysis

La liquidazione semplificata delle *start-up innovative* nella proposta EU Inc.: prime riflessioni

The simplified winding-up of innovative start-ups in the EU Inc. *proposal: preliminary reflections*

Elena Fregonara*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-6

ABSTRACT

Il contributo analizza la procedura semplificata di *winding-up* prevista dalla proposta di regolamento per le EU Inc. *start-up* innovative insolventi, esaminandone presupposti, struttura e principali criticità. Le recentissime vicende del procedimento legislativo ancora *in itinere* – l'una diretta a un significativo emendamento del *Chapter* X, l'altra alla sua integrale soppressione – confermano quanto resti controversa la costruzione di una disciplina europea dell'*exit* delle imprese insolventi (*start-up* innovative), capace di coniugare semplificazione, tutela dei creditori e conservazione del valore.

This contribution analyses the simplified winding-up procedure provided for in the proposed Regulation for insolvent innovative start-up EU Incs., examining its conditions, structure and main critical aspects. The very recent developments in the legislative procedure – one aimed at significantly amending Chapter X, the other at its complete deletion – confirm how controversial the construction of a European framework for the exit of insolvent undertakings, particularly innovative start-ups, remains, where simplification must be reconciled with creditor protection and value preservation.

* Professoressa associata di Diritto commerciale, Università del Piemonte Orientale; e-mail: elena.fregonara@uniupo.it.

SOMMARIO:

1. Premessa. – 2. La procedura di *winding-up* per le EU Inc. *start-up* innovative nella proposta della Commissione del 18 marzo 2026. – 3. Profili critici del modello europeo. – 3.1. Presupposto soggettivo. – 3.2. Presupposto oggettivo. – 3.3. Tutela dei creditori. – 3.3.1. L'*insolvency practitioner*. – 3.3.2. Accertamento semplificato del passivo. – 3.3.3. Liquidazione tramite aste elettroniche. – 4. Verso un modello modulare: diagnosi del valore e selezione della procedura. – 5. Alcuni problemi di coordinamento e *governance* della procedura. – 6. Conclusioni.

1. *Premessa*

Nell'ampio articolato della proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo al 28º regime – "EU Inc." COM (2026) 321 *final* presentata dalla Commissione Europea lo scorso 18 marzo 2026, con l'obiettivo di offrire un quadro societario uniforme, destinato ad affiancarsi ai diritti societari nazionali per le imprese che intendono operare e crescere su scala europea, è stata introdotta una procedura semplificata di *winding-up* per le EU Inc. insolventi che siano *start-up* innovative al fine di garantire loro la possibilità di un *fresh start* rapido [1].

[1] La proposta di regolamento EU Inc. è scaricabile da *eur-lex.europa.eu*. Sul *Chapter* X e sulla procedura di *winding-up ivi* disciplinata v. W.-G. Ringe, *One Size Fails All? EU Insolvency Law between Harmonisation and 28th Regime*, in *ECGI Law Working Paper* No. 924/2026, 7 maggio 2026 (*ecgi.global*); I. Mevorach, *The Insolvency Chapter in the EU Inc Proposal: A Comment*, in *ECGI Blog*, 5 giugno 2026 (*ecgi.global*); F. Garcimartín, *The insolvency framework of the EU Inc: 27 x 27 = 729*, in *Oxford Business Law Blog*, 9 giugno 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*). Sulle microimprese: E. Ghio, *Ignorance is not bliss: Directors, insolvency literacy and the rescue gap*, in *International Insolvency Rev.*, 2026, 35(1), 165 ss.; A. Kotowski, *Rethinking Insolvency Fragmentation in the EU*, in *cepStudy*, n. 4/2026, Centre for European Policy Network, 17 marzo 2026 (*cep.eu*).

Sul tema in generale della EU Inc. e su altri profili v. M. Ventoruzzo, *Welcome EU Inc!*, in *Oxford Business Law Blog*, 2 aprile 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); L. Enriques, C.A. Nigro, T.H. Tröger, *The EU Inc.: A Half-Naked 28th Regime*, in *ECGI Law Working Paper*, No. 942/2026, 9 giugno 2026 (*ecgi.global*); Id., *Templates in the EU Inc. Regulation Proposal*, in *ECGI Law Working Paper*, No. 925/2026, 2 luglio 2026 (*ecgi.global*); L. Enriques, J.C. Friess, *Can EU Inc Make European Corporate Law "Good Enough"?*, in *Oxford Business Law Blog*, 3 giugno 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); J. Schmidt, C. Teichmann, *The EU Inc. – Half European, Fully Digital, and Genuinely Innovative*, in *ECGI Law Working Paper*, No. 922/2026, 5 maggio 2026 (*ecgi.global*); G. Strampelli, *EU Inc.: A Flexible but Incomplete Blueprint for European Startup Finance*, in *ECGI Law Working Paper*, No. 929/2026, 17 maggio 2026 (*ecgi.global*); B. Lecourt, *Proposition de règlement sur la société EU Inc. (28e régime): les grandes ambitions européennes*, in *Revue des Sociétés*, Dalloz, 2026, n. 5, 263 ss.; J. Alfaro Águila-Real, *Completing the EU Inc Regime: A VC-Gated Startup Sandbox*, in *Oxford Business Law Blog*, 28 aprile 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); M. Denga, *The EU Inc Proposal: Structural Flaws, Neglected Safeguards, and a Trojan Horse for the Single Market?*, in *Oxford Business Law Blog*, 5 maggio 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); S. Rohr, *Build It and They Will Come? Why EU Inc Needs a Pilot*, in *Oxford Business Law Blog*, 21 maggio 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); A. Palombo, *Why the 28th Regime Needs a Fallback Plan: the EU Inc Zone*, in *Oxford Business Law Blog*, 3 aprile 2026

La proposta, annoverando tra i propri obiettivi l'armonizzazione di taluni aspetti delle procedure di insolvenza applicabili a specifiche categorie di imprese costituite in forma di EU Inc., si colloca nel più ampio processo di ravvicinamento europeo delle discipline concorsuali [2]. Essa completa la direttiva (UE) 2026/799, che ha armonizzato alcuni profili del diritto dell'insolvenza e che, nel corso del relativo *iter*, aveva originariamente previsto una procedura di liquidazione semplificata per le microimprese, poi espunta dal testo definitivo [3].

La disciplina delle *start-up* innovative è stata tradizionalmente costruita intorno alle fasi di costituzione e accesso al capitale, incentivi, semplificazione societaria, meno intorno al momento della crisi. Il legislatore europeo è, invece, ben consapevole, da un lato, dell'importanza strategica dell'innovazione per guidare la crescita economica, dall'altro, della precarietà di tali tipologie di imprese, della necessità di predisporre per esse procedure più rapide, semplici e accessibili, che rispondano a specifiche esigenze, nonché del fatto che le norme nazionali in materia di insolvenza non sempre sono adatte a trattare in modo adeguato e proporzionato queste società, tanto più nelle situazioni di difficoltà finanziarie [4].

Un quadro normativo efficiente in questo ambito rappresenta una componente centrale non solo nel momento in cui effettivamente la crisi si manifesta, consentendo sia la ristrutturazione tempestiva delle imprese vitali, ma finanziariamente in difficoltà, sia la liquidazione rapida di quelle non vitali, per garantire la migliore

---

(*blogs.law.ox.ac.uk*); H. De Wulf, T. Vos, *Reducing the Risk of National Fragmentation in the EU Inc Proposal: Rewrite Article 4 and Introduce Safe Harbours*, in *Oxford Business Law Blog*, 17 luglio 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); S.M. Sepe, *The EU Inc Business Judgment Rule: A Safe Harbour without a Harbour*, in *Oxford Business Law Blog*, 13 aprile 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*); O. Casasola, I. Zavoli, *"The Business Must Go On"? The EU Inc Proposal and Its Money Laundering Risks*, in *Oxford Business Law Blog*, 14 aprile 2026 (*blogs.law.ox.ac.uk*).

[2] Due importanti rapporti sul futuro dell'Unione Europea – redatti rispettivamente da Enrico Letta e Mario Draghi – sottolineano l'urgente necessità di allineare i quadri normativi nazionali in materia di insolvenza in tutta l'UE: E. Letta, *Much More Than a Market – Empowering the Single Market to deliver a sustainable future and prosperity for all EU Citizens*, *Report to the European Council*, 18 aprile 2024, 35 (*consilium.europa.eu*); M. Draghi, *The future of European competitiveness. A competitiveness strategy for Europe*, *European Commission*, settembre 2024, Part A, 64-65 (*commission.europa.eu*); Id., *The Future of European Competitiveness. In-depth analysis and recommendations*, *European Commission*, settembre 2024, Part B, 283 ss., 293 (*commission.europa.eu*). Il motivo politico-economico è chiaro: se i mercati dei capitali devono diventare europei, gli investitori devono poter stimare con ragionevole certezza cosa accade quando un'impresa fallisce o si ristruttura.

[3] La Direttiva è scaricabile da *eur-lex.europa.eu* e prescrive agli Stati membri di allineare determinati aspetti dei loro quadri normativi nazionali entro l'inizio del 2029. Sul tema v. S. Pacchi, *La direttiva (UE) 2026/799 e il nuovo cantiere europeo del diritto della crisi*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 13 aprile 2026 *(ristrutturazioniaziendali.ilcaso.it*); F. Benassi, *Le principali innovazioni della proposta di direttiva europea in materia di insolvenza*, in *Ristrutturazioni aziendali*, 22 marzo 2026 *ilcaso.it*).

[4] Così si legge nel Considerando (67) proposta regolamento EU Inc. Sul tema v. J. Alfaro Águila-Real, *Completing the EU Inc Regime: A VC-Gated Startup Sandbox*, cit.

riallocazione possibile delle risorse [5], ma anche per la crescita e lo *scale-up* delle stesse, poiché ne condiziona l'accesso al credito e l'assunzione dei rischi [6].

Si pone dunque il problema di verificare se la disciplina del *winding-up* proposta per la EU Inc., pur essendo un primo importante tentativo di costruire una procedura europea semplificata di uscita dal mercato per le *start-up* innovative, integri i requisiti di un sistema pienamente efficiente. In particolare, è necessario interrogarsi in merito alla idoneità, da un lato, dei presupposti soggettivo ed oggettivo, dall'altro, delle tecniche di semplificazione predisposte al fine di garantire il miglior soddisfacimento dei creditori; si deve poi valutare se il modello – che appare orientato alla liquidazione – sia adeguato anche per le *start-up* che conservino un valore economico, tecnologico o organizzativo suscettibile di ristrutturazione o di cessione unitaria.

In questo contesto, occorre altresì tenere conto dell'evoluzione del procedimento legislativo che mostra una forte instabilità nella scelta regolatoria: il 29 giugno 2026 la Commissione giuridica del Parlamento europeo ha pubblicato un *Draft Report* che propone di modificare il *Chapter* X significativamente in senso più ampio e garantista; di segno opposto, è la linea emersa nei testi di compromesso del Consiglio dell'Unione europea nei quali l'intero *Chapter* X risulta soppresso e l'insolvenza della EU Inc. viene esplicitamente ricondotta al diritto nazionale e unionale applicabile, conservando soltanto le regole relative alla chiusura delle EU Inc. solvibili [7]. I documenti ad oggi reperibili mostrano dunque traiettorie antitetiche; in attesa di vedere quale sarà la scelta finale, l'analisi della disciplina "contesa" merita certamente attenzione, posto che le incertezze emerse nell'orientamento del legislatore europeo confermano la delicatezza politica e sistematica del tema.

---

[5] Così I. Mevorach, *The Insolvency Chapter in the EU Inc Proposal: A Comment*, cit.

[6] Cfr. A. Gurrea Martínez, *Insolvency Law as a Catalyst for Growth*, in *Oxford Business Law Blog*, 23 giugno 2025 (*blogs.law.ox.ac.uk*), secondo cui il diritto dell'insolvenza non opera solo *ex post*, ma produce effetti anche *ex ante* sulla disponibilità del credito, sulla propensione degli imprenditori ad assumere rischi e sulla capacità del sistema di favorire innovazione e crescita. W.-G. Ringe, *One Size Fails All? EU Insolvency Law between Harmonisation and 28th Regime*, cit., 4, osserva che gli ostacoli alla crescita delle imprese innovative europee non dipendono solo dal diritto societario, ma anche dalla capacità di gestire *exit*, *downsizing* e *restructuring* in modo tempestivo e prevedibile.

[7] V. per il primo orientamento: Parlamento europeo, Commissione giuridica, *Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – "EU Inc.*", relatore René Repasi, 29 giugno 2026; per il secondo: Consiglio dell'Unione europea, Segretariato generale, *Proposal for a Regulation on the 28th Regime* – EU Inc. *– First Presidency compromise text*, Bruxelles, 17 luglio 2026, doc. 11829/26, confermato dal *Second Presidency compromise text del 7 settembre 2026*.

2. *La procedura di* winding-up *per le* EU Inc. start-up *innovative nella proposta della Commissione del 18 marzo 2026*

Il Capitolo X della proposta di regolamento, come già anticipato, prevede una procedura semplificata e digitale di *winding-up* per le EU Inc. insolventi che siano *start-up* innovative. Ai sensi dell'art. 88 rientrano in tale nozione le EU Inc. che soddisfino i criteri stabiliti dalla recente Raccomandazione (UE) 2026/720: in particolare, si tratta di imprese qualificabili come innovative in relazione ai costi che sostengono in ricerca e sviluppo (R&S) per sviluppare prodotti, servizi o processi nuovi o sostanzialmente migliorati rispetto allo stato dell'arte nel settore di riferimento, autonome perché non collegate ad altre, salva la possibilità che il 25% del loro capitale sia detenuto da specifici investitori, con meno di 100 occupati, un fatturato annuo o totale di bilancio non superiore a 10 milioni di euro e un'operatività inferiore a dieci anni dalla registrazione al fine di consentire l'inclusione anche di quelle imprese, soprattutto nel settore *deep tech*, che necessitano di cicli di sviluppo più estesi [8].

La proposta stabilisce un termine molto breve di durata della procedura liquidatoria, che infatti deve essere chiusa entro sei mesi. Detto termine è prorogabile per un periodo massimo di altri sei mesi qualora sia necessario disporre di ulteriore tempo per la vendita dell'impresa o dei beni del debitore o per la ripartizione del

[8] La raccomandazione (UE) 2026/720 prevede che per "impresa innovativa" si intende un'impresa che soddisfa almeno uno dei seguenti criteri: a) in almeno uno dei tre esercizi finanziari precedenti ha sostenuto costi di ricerca e sviluppo che rappresentano almeno il 10 % del totale dei suoi costi operativi o almeno il 5 % del totale delle sue vendite nette; b) avendo come obiettivo la commercializzazione, negli ultimi tre esercizi finanziari ha sviluppato, sta attualmente sviluppando o svilupperà nel prossimo futuro prodotti, servizi o processi commerciali che sono nuovi o sostanzialmente migliorati rispetto allo stato dell'arte nel settore e che comportano un rischio di insuccesso tecnologico o industriale.

2.2. Per determinare l'importo dei costi di ricerca e sviluppo di cui al punto 2.1, lett. a), tali costi dovrebbero tenere conto di: a) spese di personale, incluse quelle relative a ricercatori, tecnici e altro personale ausiliario nella misura in cui sono impiegati nei progetti di ricerca e sviluppo; b) costi degli strumenti e delle attrezzature nella misura e per il periodo in cui sono utilizzati per i progetti di ricerca e sviluppo; se gli strumenti e le attrezzature non sono utilizzati per i progetti per tutto il loro ciclo di vita, dovrebbero essere considerati ammissibili unicamente i costi di ammortamento corrispondenti alla durata dei progetti, calcolati secondo principi contabili generalmente accettati; c) costi degli edifici e dei terreni nella misura e per il periodo in cui sono utilizzati per i progetti di ricerca e sviluppo; per quanto riguarda gli edifici, unicamente i costi di ammortamento corrispondenti alla durata dei progetti, calcolati secondo principi contabili generalmente accettati; per quanto riguarda i terreni, i costi delle cessioni a condizioni commerciali o le spese di capitale effettivamente sostenute; d) i costi della ricerca contrattuale, le conoscenze e i brevetti acquisiti o ottenuti in licenza da fonti esterne alle normali condizioni di mercato, nonché i costi dei servizi di consulenza e dei servizi equivalenti utilizzati esclusivamente ai fini dei progetti di ricerca e sviluppo; e) spese generali supplementari e altri costi di esercizio, compresi i costi dei materiali, delle forniture e di prodotti analoghi, direttamente imputabili ai progetti di ricerca e sviluppo.

ricavato; decorso tale termine, la procedura si converte in una liquidazione ordinaria (art. 102).

Il presupposto oggettivo di accesso è costituito dall'incapacità generale della *start-up* innovativa EU Inc. di pagare i propri debiti alla scadenza. Gli Stati membri sono chiamati a precisare le condizioni nelle quali tale criterio debba ritenersi integrato, purché esse risultino chiare, semplici e facilmente accertabili (art. 89).

La richiesta di apertura può provenire dalla stessa società insolvente o da qualsiasi creditore, mediante modulo standard che rende omogenee le condizioni di accesso e senza obbligo di rappresentanza tecnica da parte di un avvocato o di altro professionista legale (art. 92). Il modulo deve contenere, tra l'altro, indicazioni sugli *asset*, sui creditori conosciuti, sui crediti e sulle eventuali garanzie reali o riserve di proprietà.

Per ridurre ulteriormente costi e durata le comunicazioni tra debitore, creditori, autorità giudiziarie e/o amministrative competenti e professionisti incaricati devono svolgersi mediante mezzi digitali per tutte le fasi procedurali delle procedure di insolvenza (art. 91). Il debitore beneficia di una sospensione delle azioni esecutive individuali per legge o a seguito di decisione del giudice o dell'autorità competente che conduce il procedimento (art. 94).

L'art. 90 configura la nomina dell'*insolvency practitioner* come regola generale; il debitore, un creditore o un gruppo di creditori possono tuttavia richiedere che il professionista non sia nominato, purché la *start-up* dimostri di disporre di un bilancio aggiornato e di avere presentato l'ultimo rendiconto annuale richiesto alle autorità nazionali competenti (art. 90, par. 2). Sulla richiesta decide senza ritardo il giudice o l'autorità competente, tenendo conto delle circostanze della procedura (art. 93).

Anche la procedura di accertamento del passivo è semplificata e avviene mediante un elenco dei creditori e dei crediti predisposto dall'amministratore della procedura o, in sua assenza, dal debitore: le pretese incluse nell'elenco si considerano presentate senza ulteriori formalità. I creditori conosciuti devono essere avvisati individualmente e possono, entro un termine stabilito dalla legge nazionale e non superiore a trenta giorni, proporre osservazioni o contestazioni, nonché insinuare crediti che non figurano nell'elenco. In assenza di contestazioni, i crediti inclusi nell'elenco diventano definitivamente ammessi; le pretese controverse sono invece trattate tempestivamente dal giudice o dall'autorità competente, che può consentire la prosecuzione della procedura con riferimento ai crediti non contestati (art. 95).

La liquidazione avviene mediante piattaforme di asta elettronica interconnesse attraverso il portale *e-Justice*, punto unico di accesso alle informazioni sulle aste, in modo da consentire ad ogni residente dell'Unione di formulare offerte tramite il proprio identificativo elettronico (artt. 97-101) [9]. L'obiettivo è quello di ampliare

[9] Salvo che l'autorità competente ritenga più appropriato il ricorso ad altre modalità di vendita in considerazione della natura dei beni o delle circostanze del caso.

la platea dei potenziali interessati, aprendo le aste a persone fisiche e giuridiche di Stati membri diversi da quelli in cui la società è registrata, al fine di massimizzare il ricavato dell'attività liquidatoria. L'art. 96 prevede d'altro canto che il giudice o l'autorità competente può decidere di chiudere la procedura di liquidazione senza il realizzo di alcun bene quando non vi siano *asset* nella massa, quando il loro valore sia talmente ridotto da non giustificare costi e oneri amministrativi della vendita e della distribuzione, oppure quando il valore apparente dei beni gravati da garanzia sia inferiore all'importo dovuto ai creditori garantiti e risulti giustificato consentire a questi ultimi di acquisirli.

Il percorso, costruito secondo una logica digitale di *default*, appare effettivamente caratterizzato da una marcata riduzione dei costi, degli oneri procedurali e dei tempi.

3. *Profili critici del modello europeo*

3.1. *Presupposto soggettivo*

Il primo e più evidente limite del modello europeo riguarda la delimitazione soggettiva della procedura. Il Capitolo X della proposta riserva infatti il *winding-up* semplificato alle sole EU Inc. qualificabili come *innovative start-up* ai sensi della Raccomandazione (UE) 2026/720 (art. 88). Come già osservato, tale nozione presuppone non soltanto il carattere innovativo dell'attività svolta, ma altresì l'autonomia dell'impresa, il rispetto di determinate soglie dimensionali, nonché un limite temporale di dieci anni dalla registrazione [10]. Restano dunque certamente escluse dal raggio di azione della procedura semplificata le micro e piccole imprese EU Inc. non innovative; ci si interroga invece riguardo alla sorte delle EU Inc. che, pur avendo inizialmente posseduto i requisiti della *start-up* innovativa, superino nel tempo le soglie dimensionali e temporali previste dalla Raccomandazione: la proposta infatti non disciplina espressamente l'ipotesi della perdita sopravvenuta di tali requisiti, lasciando aperto il problema se essi debbano sussistere soltanto al momento della domanda di apertura ovvero permanere per tutta la durata della procedura.

[10] Sul tema v. J. Alfaro Águila-Real, *Completing the EU Inc Regime: A VC-Gated Startup Sandbox*, cit.; l'a. offre una soluzione alternativa alla nozione normativa di "*start-up* innovativa": invece di definire *ex ante* l'innovatività, propone un criterio di accesso fondato sulla presenza di investitori professionali (*Startup Sandbox Module*). Il modulo infatti dovrebbe essere accessibile solo a due condizioni cumulative: durata massima di sei anni e partecipazione di un *recognised venture capital fund* come primo o secondo maggiore socio; l'a. aggiunge poi che, in questo modo, i fondi di *venture capital* agirebbero come *market-based gatekeepers*, evitando di affidarsi a una definizione fragile di "*innovative company*".

La scelta si inserisce nella più ampia politica europea dell'innovazione e mira a ridurre il costo dell'insuccesso imprenditoriale in un segmento ritenuto strategico per la competitività dell'Unione. In tale prospettiva, la Commissione prevede una procedura snella anche al fine di non ostacolare il reimpiego delle risorse umane e finanziarie in nuovi progetti imprenditoriali.

Sotto il profilo concorsuale, tuttavia, la delimitazione appare poco convincente [11]. Anche le micro e piccole imprese EU Inc. presentano una struttura patrimoniale modesta, un numero limitato di creditori, un attivo insufficiente a sopportare i costi della procedura ordinaria e una concreta esigenza di uscita rapida dal mercato. Il problema non risiede pertanto nel fatto di aver riconosciuto alle *start-up* innovative l'esigenza di una disciplina proporzionata, ma piuttosto nel fatto che i fattori che giustificano la semplificazione concorsuale – scarsità dell'attivo, sproporzione tra costi della procedura e valore realizzabile, limitata capacità organizzativa, difficoltà di accesso alla consulenza specializzata, disinteresse dei creditori alla gestione attiva della crisi e necessità di una chiusura tempestiva – non sono propri di questa sola categoria; essi ricorrono, spesso con intensità persino maggiore, anche nelle microimprese e nelle imprese minori non innovative [12].

In tale prospettiva assume rilievo la richiamata proposta di direttiva del dicembre 2022 relativa all'armonizzazione di taluni aspetti del diritto dell'insolvenza che, come già ricordato, aveva inizialmente previsto una disciplina specifica di liquidazione semplificata per le microimprese insolventi (artt. 38-55) [13], sulla considerazione che "le norme nazionali in materia di insolvenza non sempre sono adatte a trattare microimprese insolventi in modo adeguato e proporzionato (…), tenuto conto delle caratteristiche uniche delle microimprese e delle loro esigenze specifiche in situazioni di difficoltà finanziarie, è opportuno riconoscere in particolare la necessità di procedure più rapide, semplici e accessibili". Tale disciplina, espunta dal testo definitivo della direttiva (UE) 2026/799 del 30 marzo 2026, è contestualmente ricomparsa nella proposta di regolamento di cui si dibatte; il testo finale della direttiva 799/2026 conserva però uno spazio nazionale dedicato a queste imprese laddove consente agli Stati membri di adottare o mantenere, nei propri ordinamenti, regimi semplificati di insolvenza per le microimprese (art. 4).

---

[11] Nello stesso senso v. B. Lecourt, *Proposition de règlement sur la société EU Inc. (28e régime): les grandes ambitions européennes*, cit., 263.

[12] Sulle microimprese e loro caratteristiche ed esigenze nella crisi v. Ghio, *Ignorance is not bliss: Directors, insolvency literacy and the rescue gap*, in *International Insolvency Rev.*, 2026, 35(1), 165 ss.

[13] A livello europeo alla luce della Raccomandazione 2003/361/CE della Commissione, del 6 maggio 2003, le microimprese impiegano meno di 10 persone e hanno un fatturato annuo o un totale di bilancio non superiore a 2 milioni di euro; mentre le piccole imprese impiegano meno di 50 persone con soglie di 10 milioni di euro; e le medie imprese hanno meno di 250 dipendenti con limiti massimi rispettivamente di 50 milioni e 43 milioni di euro.

La procedura introdotta per la EU Inc. dunque mutua, da quella che era stata immaginata nel 2022, le principali caratteristiche tecniche – standardizzazione, digitalizzazione, riduzione delle formalità, accertamento semplificato del passivo, contenimento dei costi e delle tempistiche – pur modificando significativamente il criterio soggettivo di accesso [14]. Il che confermerebbe che la procedura "UE Inc." è stata costruita secondo quello schema in base alle esigenze che tipicamente ricorrono nel mondo delle imprese di minori dimensioni, anche non necessariamente innovative.

La tensione appare con ulteriore evidenza se poi si considera il fatto che, per la disciplina societaria generale della EU Inc., la Commissione europea ha espressamente escluso la limitazione – che era stata inizialmente introdotta – alle sole imprese innovative o *start-up*, poiché in esito alle consultazioni era emerso che quasi tutti gli *stakeholders* chiedevano un ambito di applicazione ampio del nuovo quadro societario che fosse sì in grado di rispondere ai bisogni delle imprese innovative, ma disponibile per tutte le società di capitali [15]. La valutazione d'impatto rileva infatti che una limitazione di questo tipo avrebbe richiesto alle imprese di dimostrare l'innovatività già al momento della costituzione, operazione particolarmente ardua per quelle imprese appena avviate, prive di dati relativi a costi di ricerca e sviluppo e/o senza ancora un fatturato; oltre a ciò, la perdita dei requisiti di innovatività avrebbe imposto un cambiamento della forma giuridica con conseguente aggravio amministrativo [16]. Per tali ragioni, la EU Inc. è stata configurata come

[14] Ciò lascia intravedere una possibile spiegazione politico-istituzionale. Una procedura armonizzata obbligatoria per tutte le microimprese avrebbe inciso direttamente su un settore del diritto concorsuale nazionale particolarmente sensibile e, come dimostra l'eliminazione del relativo capitolo dalla direttiva, politicamente difficile da armonizzare. La procedura riemerge allora in un contesto diverso: non come disciplina generale delle microimprese, ma come strumento opzionale e settoriale del 28° regime, destinato a imprese considerate strategiche per l'innovazione europea. Cfr. A. Kotowski, *Rethinking Insolvency Fragmentation in the EU*, cit., 24 e 29. La proposta di direttiva dedica, come ricordato, in qualche misura attenzione alle microimprese, riconoscendo la necessità di adattare gli strumenti del diritto dell'insolvenza alle caratteristiche strutturali ed organizzative delle realtà imprenditoriali di minori dimensioni con la consapevolezza che le microimprese presentano peculiarità significative, tra cui la limitata disponibilità di risorse finanziarie e organizzative. La microimpresa diventa così un'area rimessa alla discrezionalità degli Stati membri, più che un destinatario diretto dell'armonizzazione europea, con il rischio di avere 27 regimi differenti.

[15] P.G. Marchetti, M. Ventoruzzo, *Riforme e progetti per il diritto societario di domani*, *dattiloscritto 30 maggio 2026, destinato a Riv. soc.*, 2026, secondo i quali l'istituto è nato pensando a *start-up* e *scale-up*, ma non è affatto confinato ad esse: "riteniamo questa scelta, pur criticata da qualcuno, decisamente preferibile. Definire cosa sia davvero una start-up, quando essa cessi di esserlo, quale grado di innovazione sia sufficiente e quali effetti produca il superamento di una certa soglia dimensionale avrebbe rischiato di creare un ulteriore recinto regolatorio, faticosa frammentazione delle forme, proprio quando l'obiettivo è ridurre complessità e incertezze".

[16] Commissione europea, Commission Staff Working Document, *Impact Assessment Report Accompanying the document Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council*

forma societaria aperta a tutte le imprese, anche se si avverte, in più punti della disciplina, che essa è principalmente costruita sulle specifiche esigenze di *start-up* e *scale-up*, viceversa, come detto, l'accesso alla procedura concorsuale semplificata resta subordinato al mantenimento di requisiti di innovatività, autonomia, dimensione e anzianità. La proposta adotta quindi due criteri di delimitazione soggettiva differenti: per la disciplina societaria del 28° regime, la Commissione scarta la perimetrazione ad un sottoinsieme di società (*start-up* innovative), ritenendola difficile da impiegare, onerosa e incompatibile con l'esigenza di assicurare continuità della forma giuridica lungo l'intero ciclo di vita dell'impresa; per contro, con riferimento alla procedura di *winding-up* semplificato la medesima limitazione viene introdotta, senza una motivazione altrettanto persuasiva.

Sulla stessa linea, si osserva che il considerando (59) della proposta di regolamento, laddove parla dell'importanza, nel ciclo di vita delle società anche quando sono oggetto di una procedura di insolvenza, delle soluzioni digitali, in quanto contribuiscono a rendere più efficiente (in termini di costi) e rapida la chiusura, si riferisce – espressamente e significativamente – a tutte le società di piccole dimensioni, che dispongono di minori risorse, anche se poi si precisa "in particolare per le start-up, il cui tasso di fallimento tende a essere più elevato rispetto a quello delle società più grandi".

Nella Relazione si legge che "il regolamento impone agli stati membri di istituire e gestire una o più piattaforme d'asta elettronica per il realizzo dei beni della massa attiva nelle procedure di insolvenza riguardanti *almeno* le società EU Inc. che siano *start-up* innovative": mi pare che anche questo punto potrebbe essere letto come indice dell'opportunità di estendere l'ambito di applicazione.

D'altro canto, nel considerando (67) la Commissione afferma che le regole nazionali non sono sempre adeguate per le EU Inc. *innovative start-up* e *scale-up*, dal momento che entrambe possono incontrare difficoltà di capitale circolante, costi del debito e garanzie: quindi il problema non è solo che restano escluse le microimprese non innovative da tale procedura ma anche le *scale-up* che, secondo la stessa narrativa della Commissione, condividono almeno parte delle criticità finanziarie e concorsuali delle *start-up*. Nella stessa direzione, la valutazione d'impatto colloca *start-up* e *scale-up* nella più ampia categoria delle piccole e medie imprese e rileva, sulla base delle consultazioni svolte, che gli ostacoli incontrati dalle *start-up* – in particolare gli oneri regolatori e amministrativi, i ritardi nei pagamenti, le difficoltà di accesso alla finanza e alle competenze – sono qualitativamente analoghi a quelli che interessano le PMI, sebbene risultino per le prime spesso più intensi. Inoltre, nel descrivere la *policy option* relativa alla chiusura delle società del 28° regime, la valutazione d'impatto prospetta la semplificazione delle procedure di liquidazione concorsuale mediante digitalizzazione integrale,

on the 28th Regime Corporate Legal Framework – "EU Inc.", Bruxelles, 18 marzo 2026, SWD (2026) 321 final, reperibile su *eur-lex.europa.eu*.

comunicazioni elettroniche tra autorità, professionista dell'insolvenza, debitore e creditori, nonché istituzione e uso obbligatorio di sistemi di asta elettronica interconnessi: tali misure sono formulate con riferimento alle *28th regime companies* in generale e non risultano espressamente circoscritte alle sole EU Inc. qualificabili come *innovative start-ups*. Il richiamato dato, che in ogni caso non sostituisce il testo normativo finale, rafforza l'impressione di un contrasto tra l'ampiezza delle opzioni esaminate nella valutazione d'impatto, da un lato, e la scelta più restrittiva operata nel *Chapter* X, dall'altro.

La necessità di procedure *ad hoc* per le imprese di minori dimensioni trova riscontro nella Parte quinta della UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law*, dedicata alle *micro and small enterprises* [17]; anche questo documento muove dalla constatazione che le procedure concorsuali ordinarie, costruite sul modello dell'impresa medio-grande, risultano spesso troppo costose, complesse e rigide per le micro e piccole imprese; di qui la raccomandazione di predisporre regimi semplificati, rapidi, flessibili, accessibili e a basso costo, capaci di consentire tanto la liquidazione tempestiva delle imprese non vitali quanto la riorganizzazione di quelle ancora sostenibili. Ne discende che il criterio dirimente non è la natura innovativa dell'attività, ma la fragilità strutturale dell'impresa e l'inadeguatezza delle procedure concorsuali ordinarie rispetto alla sua dimensione, alle sue risorse e alle sue capacità organizzative. Nella Guida si sottolinea come queste imprese costituiscano la maggioranza nelle economie di tutto il mondo e contribuiscano alla creazione e alla conservazione dell'occupazione, allo sviluppo delle catene di approvvigionamento, all'imprenditorialità, all'innovazione e al benessere economico e sociale della collettività; esse affrontano situazioni di scarsità di capitale circolante e possono essere maggiormente esposte al rischio di insuccesso imprenditoriale rispetto alle imprese più grandi.

La proposta EU Inc. appare dunque comprensibile come misura di sostegno all'innovazione, ma incompleta se valutata alla luce delle funzioni proprie del diritto dell'insolvenza; essa individua un segmento meritevole di protezione, ma non chiarisce perché analoghe esigenze di proporzionalità, rapidità e contenimento dei

[17] Il documento è stato adottato da UNCITRAL nel 2021 e pubblicato dalle Nazioni Unite nel 2022. La Parte quinta adatta gli strumenti generali della guida UNCITRAL alle esigenze delle imprese minori in difficoltà finanziaria, con due sezioni: una prima parte di raccomandazioni legislative e una seconda parte di commento analitico alle raccomandazioni. Tale Guida, reperibile su *uncitral.un.org*, fornisce quindi una sintesi completa degli obiettivi e dei principi chiave che dovrebbero essere recepiti nella *insolvency law* di uno Stato ed è concepita per informare e agevolare un processo di riforma a livello globale, fungendo da strumento di riferimento per le autorità nazionali e gli organi legislativi nella preparazione di nuove leggi e regolamenti o nella valutazione dell'adeguatezza di quelli esistenti. Le proposte fornite mirano a trovare un equilibrio tra la necessità di affrontare le difficoltà finanziarie del debitore nel modo più rapido ed efficiente possibile; gli interessi delle diverse parti direttamente coinvolte in tali difficoltà, principalmente creditori e altri soggetti interessati all'attività del debitore; e le esigenze di ordine pubblico, quali l'occupazione e la tassazione.

costi non debbano essere considerate anche con riguardo alle microimprese, alle imprese non innovative e alle altre EU Inc. caratterizzate da una crisi di modesta complessità.

Alla luce delle considerazioni svolte, è interessante osservare come le recenti mozioni emendative del 29 giugno 2026 incidano in modo significativo su tale criticità: il *Draft Report* propone infatti di sostituire il riferimento alle EU Inc. qualificabili come "*innovative start-ups*" con quello alle EU Inc. "*start-ups*" che ai sensi dell'art. 2 (1) sono quelle imprese "*which employs fewer than 100 persons, whose annual turnover or annual balance sheet total, or both, does not exceed EUR 10 million, and which has been operating for less than 10 years following its registration*" e introduce un ulteriore limite poiché la procedura sarebbe accessibile soltanto alle società con meno di venti creditori al momento della domanda di apertura.

La modifica attenuerebbe uno dei limiti più impattanti del testo originario: la procedura non risulterebbe più selettiva perché riservata alle *innovative start-ups*, ma diventerebbe una procedura per crisi "semplici", almeno sul piano del ceto creditorio. In tale prospettiva, la scelta appare condivisibile in quanto riconosce il fatto che la ragione della semplificazione discende anche dalla prevedibile scarsità dell'attivo.

Tuttavia, la proposta non elimina ogni criticità. In primo luogo, restano escluse le micro e piccole imprese che non siano *start-up* perché in attività da oltre dieci anni, pur se presentano le medesime esigenze di proporzionalità [18]. In secondo luogo, il limite dei venti creditori rappresenta un indice utile di semplicità, ma non necessariamente decisivo: una crisi con pochi creditori può essere complessa per la presenza di lavoratori, crediti pubblici, garanzie, *asset* immateriali o operazioni con parti correlate; viceversa, una crisi con un numero superiore di creditori può essere gestibile attraverso strumenti semplificati, purché assistiti da adeguati presidi informativi e professionali.

3.2. *Presupposto oggettivo*

L'art. 89 della proposta di regolamento afferma che le *start-up* innovative EU Inc. insolventi, così come qualsiasi loro creditore ai sensi dell'art. 92 par. 1, possono chiedere l'apertura della procedura di *winding-up* semplificato e al par. 2 prevede che una *start-up* innovativa è considerata insolvente (…) quando non sia generalmente in grado di pagare i propri debiti a scadenza. La proposta adotta quindi un criterio apparentemente chiaro. Tale scelta è espressamente giustificata dal considerando (68), secondo cui il test della cessazione dei pagamenti e il test patrimoniale rappresentano i due criteri normalmente utilizzati negli Stati membri per

[18] Il *Draft Report* esclude dalla procedura semplificata pure le EU Inc. create tramite conversione, fusione o scissione, domestica o transfrontaliera, se sono passati meno di sei mesi dall'operazione.

l'apertura delle procedure concorsuali ordinarie: l'incapacità di pagamento sembra più adatta a una procedura semplificata, poiché fondata su condizioni più facilmente accertabili.

Anche rispetto a tale profilo, il *Draft Report* del 29 giugno 2026 suggerisce una modifica rilevante prevedendo che la *start-up* EU Inc. sia considerata insolvente anche quando i debiti eccedano gli attivi [19]: la proposta di emendamento consente così di intercettare situazioni nelle quali l'insolvenza emerga in termini patrimoniali, pur in assenza di una immediata cessazione dei pagamenti.

In ogni caso, l'uniformità a cui mira il regolamento resta solo parziale giacché nella stessa norma si precisa che gli Stati membri stabiliscono "condizioni chiare, semplici e facilmente accertabili" in presenza delle quali la *start-up* debba ritenersi generalmente incapace di adempiere le proprie obbligazioni alle rispettive scadenze. Dunque la proposta sceglie un criterio generale astratto comune ma lascia agli Stati membri margini per individuarne le condizioni operative concrete, di fatto non eliminando definitivamente la frammentazione. Il regime è europeo nella struttura procedurale, ma conserva un interessante elemento nazionale nel momento decisivo dell'apertura: resta quindi il problema dell'applicazione pratica, a causa delle nozioni non armonizzate e delle diverse culture giuridiche [20].

D'altro canto, emerge un'ulteriore questione da valutare. Il *Chapter* X diviene accessibile solo allorché l'insolvenza sia già attuale: la scelta risulta coerente con la funzione liquidatoria della procedura, ma impedisce di utilizzare il modello laddove la *start-up* versi in una situazione di difficoltà finanziaria, ma non sia ancora incapace di pagare i debiti alla scadenza.

In tale prospettiva, sembra utile e stimolante la lettura della parte V della già richiamata UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law for Micro-and Small Enterprises* che raccomanda di consentire l'accesso del debitore alla procedura in una fase precoce della difficoltà finanziaria, senza necessità di provare l'insolvenza: tale tempistica permetterebbe di trattare diversamente le imprese non più vitali, da quelle ancora riorganizzabili ovvero con valore residuo ancora preservabile [21].

---

[19] Anche il considerando (68) viene modificato aggiungendo, accanto all'incapacità di pagare i debiti alla scadenza, anche il criterio patrimoniale dei debiti superiori agli attivi.

[20] Sul problema della persistente frammentazione, v. F. Garcimartín, *The insolvency framework of the EU Inc: 27 x 27 = 729*, cit. Cfr. H. De Wulf, T. Vos, *Reducing the Risk of National Fragmentation in the EU Inc Proposal: Rewrite Article 4 and Introduce Safe Harbours*, cit. [senza pagina inserire numero pagina citato]; A. Palombo, *Why the 28th Regime Needs a Fallback Plan: The EU Inc Zone*, cit.

[21] Nel documento UNCITRAL v. raccomandazione 294: "The insolvency law providing for a simplified insolvency regime should allow eligible debtors to apply for commencement of a simplified insolvency proceeding at an early stage of financial distress without the need to prove insolvency"; 88, par. 127, si legge che non richiedere al debitore MSE di provare l'insolvenza serve a evitare ritardi tra domanda e apertura della procedura, quando il diritto interno richieda una decisione

Un modello più coerente con la c.d. *rescue culture* dovrebbe consentire un accesso anticipato al fine di attivare una diagnosi del valore e verificare quale sia la strada migliore da intraprendere per l'impresa in crisi: una EU Inc. innovativa può infatti essere insolvente perché ha esaurito la liquidità o ha perso un *round* di finanziamento, pur conservando una tecnologia promettente, una base clienti, proprietà intellettuale, personale qualificato ovvero ancora un modello di *business* recuperabile.

3.3. *Tutela dei creditori*

3.3.1. *L'*insolvency practitioner

L'art. 90 della proposta di regolamento prevede quale regola generale che al momento dell'apertura della procedura venga nominato un *insolvency practitioner* [22]; tuttavia, in deroga al par. 1, il debitore, un creditore o un gruppo di creditori può chiedere che non sia nominato a condizione che la *start-up* innovativa dimostri di avere un bilancio corrente aggiornato e di aver trasmesso alle autorità nazionali competenti il rendiconto annuale richiesto più recente. Sul punto si osserva che il considerando (69) precisa che la deroga dovrebbe essere concessa soltanto quando il comportamento prudente del debitore nel periodo precedente l'insolvenza la renda giustificata. Le due previsioni appaiono non perfettamente sovrapponibili.

La regolarità formale della documentazione contabile non garantisce l'assenza di conflitti d'interessi, di operazioni con parti correlate, di atti potenzialmente pregiudizievoli per i creditori, di passività non correttamente rappresentate o di difficoltà nella ricostruzione della massa; né assicura una corretta valutazione del valore degli *asset* immateriali ovvero l'effettiva idoneità della tecnica di realizzo prescelta. Il rischio appare particolarmente rilevante laddove la vendita riguardi beni immateriali complessi, siano coinvolti lavoratori, creditori pubblici, finanziatori garantiti o creditori transfrontalieri, o ancora quando il potenziale acquirente sia collegato agli amministratori, ai soci o agli investitori della *start-up*. Spetterà tuttavia sempre al giudice valutare caso per caso l'opportunità di una procedura "autogestita" anche alla luce del fatto che, come viene sottolineato nel medesimo considerando, il coinvolgimento di un professionista è di particolare importanza per

dell'autorità competente. L'accertamento dell'insolvenza diviene invece necessario quando la procedura sia richiesta da un creditore senza il consenso del debitore. Ne deriva un modello asimmetrico: più aperto all'intervento precoce quando l'iniziativa proviene dal debitore, più garantista quando l'iniziativa proviene da terzi.

[22] L'art. 90 stabilisce che al momento dell'apertura di una procedura semplificata è nominato un *insolvency practitioner* ai sensi dell'art. 2, punto 5, del regolamento UE 2015/848, ove tale figura è definita come la persona o organo incaricato di verificare i crediti, rappresentare l'interesse collettivo dei creditori, amministrare o liquidare i beni del debitore spossessato, o sorvegliare la gestione.

assicurare il rispetto degli obblighi di legge (inclusa la normativa ambientale) e la tutela dell'interesse dei creditori e dei diritti dei lavoratori.

La disposizione introduce comunque un interessante elemento di flessibilità che merita di essere valutato. L'assenza del professionista dell'insolvenza innanzi tutto non comporta che la procedura perda il proprio carattere concorsuale ovvero si trasformi in una mera liquidazione societaria privata. Il giudice (o l'autorità competente) conserva infatti funzioni decisive con riguardo all'apertura della procedura, alla decisione sulla deroga (art. 93), alla trattazione delle contestazioni concernenti i crediti (art. 95), alla chiusura senza realizzo dell'attivo e alla decisione finale di chiusura (art. 102). Nondimeno, in mancanza del professionista, il debitore (*id est* i suoi amministratori?) assume un ruolo operativo più rilevante nella predisposizione dell'elenco dei creditori e dei crediti, nella gestione della liquidazione e nella distribuzione del ricavato (*debtor in possession*).

La deroga appare, dunque, ragionevole laddove la società presenti una struttura patrimoniale semplificata, una situazione documentale ordinata ed attendibile, un numero ristretto di creditori, beni individuabili e di facile realizzo: in questa situazione il costo del professionista assorbirebbe una quota dell'attivo senza probabilmente un utile apporto. Oltre a ciò occorre considerare che nelle *start-up* innovative gli amministratori possono avere conoscenze operative specifiche, non immediatamente trasferibili, relative alla tecnologia, al *software*, ai dati, ai brevetti, ai prototipi, ai rapporti con clienti e investitori, alle relazioni contrattuali e alle concrete potenzialità di valorizzazione degli *asset*; l'estromissione automatica della gestione originaria potrebbe quindi, in alcuni casi, determinare perdita di informazioni, rallentamenti e riduzione del valore realizzabile. Peraltro il rischio di essere estromessi dalla guida potrebbe disincentivare il debitore all'avvio tempestivo delle procedure di insolvenza.

Il confronto con la Parte V della UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law for Micro – and Small Enterprises* offre un utile criterio di valutazione laddove attribuisce un ruolo centrale alla *competent authority*, che può essere un'autorità giudiziaria, amministrativa o altra autorità pubblica competente, ma prevede la possibile nomina di un *independent professional*, per assistere l'autorità o il debitore, verificare informazioni, aiutare nella predisposizione del piano o nella liquidazione [23]: la semplificazione non coincide dunque con l'autogestione della crisi, ma con una modulazione del livello di intervento professionale e pubblico.

[23] V. raccomandazioni da 275 a 278. V. anche la raccomandazione 284: "*The insolvency law providing for a simplified insolvency regime should specify that, in simplified reorganization proceedings, the debtor remains in control of its assets and the day-to-day operation of its business with appropriate supervision and assistance of the competent authority. 83. The MSE Insolvency Guide recommends the use of the debtor-in-possession approach as the norm in simplified reorganization proceedings. This is justified by reference to the characteristics of MSEs and their insolvency. In particular, the insolvency estate of the MSE debtor may be insufficient to fund the appointment of the insolvency representative. The appointment of the insolvency representative may also be unnecessary*

Anche il confronto con la proposta di direttiva del 2022 conferma la specificità della scelta compiuta nella proposta EU Inc. In quel testo, infatti, l'art. 43, rubricato "*Debtor in possession*", configurava il mantenimento del debitore nel controllo dei propri beni e della gestione ordinaria dell'impresa come regola generale della liquidazione semplificata delle microimprese. La sottrazione al debitore del potere di gestione e disposizione rappresentava pertanto una soluzione eccezionale, rimessa a una valutazione caso per caso dell'autorità competente. La differenza può spiegarsi alla luce della diversa struttura degli interessi coinvolti: mentre la liquidazione semplificata delle microimprese era costruita intorno alla riduzione massima dei costi procedurali, la procedura EU Inc. sembra risentire della maggiore complessità potenziale delle *start-up* innovative, che rende meno desiderabile un modello di piena autogestione del debitore.

Le proposte emendative del 29 giugno 2026 si muovono nella direzione di rafforzare i presidi, richiedendo anche – in caso di mancanza della nomina del professionista – un sistema contabile aggiornato, un elenco dei beni, un elenco aggiornato dei creditori, la regolarità dei pagamenti fiscali e contributivi, il pagamento dei salari scaduti e, ove previsto, il rispetto degli obblighi di informazione, consultazione e partecipazione dei lavoratori [24].

3.3.2. *Accertamento semplificato del passivo*

L'art. 95 della proposta di regolamento, come visto, introduce un meccanismo semplificato di presentazione e ammissione dei crediti che, da un lato, accelera lo

in the light of simple business operations that make their supervision by the competent authority possible and sufficient. In addition, the risk of being displaced from the helm can create a disincentive for the MSE debtor to seek timely commencement of insolvency proceedings. 84. In some jurisdictions, the insolvency representative may be a mandatory Participant in insolvency proceedings and, although a debtor-in-possession approach may still be possible, it may need to be coupled with the involvement of an independent professional who will closely supervise the process and keep the competent authority continuously informed".

[24] Alla luce delle proposte di emendamento del 29 giugno 2026, il considerando (69) viene rafforzato: nei casi in cui si chieda di procedere senza *insolvency practitioner*, la domanda dovrebbe contenere informazioni sufficienti sulla situazione finanziaria e giuridica del debitore, inclusi debiti verso lavoratori, autorità fiscali, enti previdenziali e fornitori, nonché una dichiarazione di completezza e accuratezza delle informazioni. Nell'art. 92, par. 3, il contenuto del formulario standard viene ampliato in modo molto significativo: oltre agli elementi già previsti, la domanda dovrebbe contenere una breve spiegazione delle cause dell'insolvenza, l'elenco delle operazioni commerciali degli ultimi sei mesi, il numero dei lavoratori e lo Stato membro di occupazione, eventuali crediti salariali, pensionistici o previdenziali, l'indicazione degli inadempimenti verso lavoratori, fisco, enti previdenziali o fornitori, una dichiarazione degli amministratori sulla completezza e correttezza delle informazioni, eventuali conversioni, fusioni, scissioni o trasferimenti di sede negli ultimi sei mesi, le risorse disponibili per coprire i costi della procedura e precedenti procedure di insolvenza o *restructuring* negli ultimi tre anni. Questa è una modifica molto forte che introduce una sorta di *disclosure* rafforzata nella fase iniziale e consente al giudice o all'autorità competente di valutare meglio se la procedura sia davvero semplice e se l'assenza dell'*insolvency practitioner* sia sostenibile.

svolgimento della procedura e ne riduce i costi con riguardo ai crediti non contestati, ma dall'altro, trasferisce sui creditori l'onere di restare attivi, informati e capaci di reagire in tempi brevi al fine di accertare omissioni, inesattezze o contestazioni. Tale sistema risulta sostenibile da un ceto creditorio composto da soggetti "professionali"; appare, viceversa, meno funzionale per piccoli fornitori, lavoratori, creditori deboli o creditori transfrontalieri non assistiti, i quali possono incontrare maggiori difficoltà organizzative, informative e linguistiche nel comprendere tempestivamente il contenuto della comunicazione e nel reagire entro il termine previsto.

La questione si complica laddove sia concessa la deroga alla nomina dell'*insolvency practitioner* e l'elenco dei creditori venga predisposto dal debitore insolvente: viene meno in questo caso un filtro professionale nella fase di ricostruzione del passivo e ai piccoli creditori è richiesto un maggiore controllo in relazione ai documenti ricevuti.

A tale profilo si collega un'altra questione. Il *Chapter* X disciplina la presentazione e l'ammissione dei crediti ma non introduce un ordine di priorità tra i creditori. Una procedura di *winding-up* può essere rapida, digitale e poco costosa, ma se non chiarisce in modo sufficiente l'ordine di distribuzione del ricavato della liquidazione, non realizza pienamente l'obiettivo di prevedibilità che dovrebbe giustificare il 28° regime. Tale mancanza incide sulla posizione dei creditori garantiti, dei lavoratori, dei creditori pubblici, dei fornitori non garantiti e degli investitori, e può influenzare *ex ante* il costo del credito e la valutazione del rischio; d'altro canto, se l'ordine di distribuzione resta affidato ai regimi nazionali, il *winding-up* EU Inc., pur riducendo alcuni profili di frammentazione procedurale, ancora una volta non elimina la frammentazione sostanziale relativamente al trattamento dei creditori.

Anche in questo ambito il confronto con il modello UNCITRAL può giovare: la Guida non identifica la semplificazione con la sola riduzione delle formalità, ma attribuisce rilievo alla predisposizione e all'approvazione di un programma di liquidazione idoneo a chiarire il trattamento dei crediti, le modalità di realizzo dell'attivo e la distribuzione del ricavato [25].

Infine, la recente proposta emendativa della Commissione rafforza la tutela informativa dei creditori, prevedendo che l'elenco dei creditori e dei crediti comprenda espressamente anche i lavoratori e i loro crediti per salari, stipendi, pensioni, nonché le imposte e, ove richiesto dal diritto nazionale, i contributi previdenziali; inoltre, il termine per proporre contestazioni o insinuare crediti non inclusi nell'elenco verrebbe esteso da trenta a sessanta giorni, decorrenti dalla ricezione della comunicazione individuale o dalla pubblicazione dell'apertura della procedura nel

[25] V. raccomandazione 329, *Minimum contents of the liquidation schedule,* "*the liquidation schedule should: […] (d) List amounts and priorities of the admitted claims; and (e) Indicate the timing and method of distribution of proceeds from the realization of the assets*".

registro dell'insolvenza, se successiva. Resterebbe, in ogni caso, irrisolto il diverso problema dell'ordine delle priorità nella distribuzione.

3.3.3. *Liquidazione tramite aste elettroniche*

Un ulteriore profilo rilevante, nella prospettiva della tutela dei creditori, riguarda le modalità di realizzo dell'attivo. L'art. 96, par. 1, della proposta stabilisce che, nelle procedure di *winding-up* semplificato, una volta costituita la massa, l'*insolvency practitioner* o, in sua assenza, il debitore procede alla realizzazione dei beni e alla ripartizione del ricavato. La norma conferma la natura propriamente liquidatoria del *Chapter* X: la procedura pare quindi essenzialmente diretta alla conversione dell'attivo in valore distribuibile ai creditori.

Il par. 2 introduce però, come abbiamo già visto, un particolare correttivo, consentendo al giudice o all'autorità competente di chiudere la procedura senza alcun realizzo in specifiche ipotesi: laddove non vi siano beni nella massa, il valore dei beni sia talmente basso da non giustificare i costi o gli oneri amministrativi della vendita e della distribuzione, ovvero quando il valore apparente dei beni gravati da garanzie sia inferiore all'importo dovuto ai creditori garantiti e sia giustificato consentire a questi ultimi di acquisire i beni. Tale previsione pare confermare che il modello EU Inc. è costruito anche per crisi a basso o bassissimo attivo, nelle quali la liquidazione può risultare antieconomica.

Il par. 3 disciplina poi la scelta dei mezzi di realizzo. Quando il professionista dell'insolvenza procede alla vendita dei beni del debitore deve indicare i mezzi attraverso i quali tale realizzo avverrà. Per la vendita dei beni del debitore, la disposizione prevede l'utilizzo del sistema di asta elettronica di cui all'art. 97, salvo che tale modalità non sia appropriata "in considerazione della natura del bene o delle circostanze della procedura".

La previsione dell'asta elettronica può ridurre i costi della vendita, aumentare la trasparenza del processo competitivo, ampliare la platea dei potenziali acquirenti e facilitare la partecipazione transfrontaliera. L'art. 98 rafforza questa impostazione, prevedendo l'interconnessione dei sistemi nazionali di asta elettronica attraverso il portale europeo della giustizia elettronica, destinato a operare come punto di accesso centrale alle informazioni sulle aste nei diversi Stati membri.

Tuttavia l'asta elettronica pare particolarmente efficiente quando l'attivo sia composto da beni separabili, facilmente identificabili e autonomamente valutabili; viceversa, sembrerebbe meno idonea quando il valore residuo dell'impresa non risieda nei singoli beni considerati isolatamente, ma nella loro combinazione organizzativa, tecnologica o relazionale. Il problema è particolarmente evidente per le *start-up* innovative. In tali imprese, il valore – come già ricordato – può essere rappresentato da *software*, dati, brevetti, prototipi, *know-how*, marchi, contratti, *community*, relazioni con clienti e investitori, nonché dalle competenze del *team*: la vendita separata di questi elementi può non equivalere al loro valore complessivo

e, in alcuni casi, può distruggerlo. Una procedura rapida e digitale rischia allora di massimizzare la velocità del realizzo, ma non necessariamente il valore netto destinato ai creditori.

In questa situazione, la clausola finale dell'art. 96, par. 3, assume un rilievo centrale: la procedura sarà da considerare inappropriata quando la natura dell'attivo o le circostanze rendano prevedibile che una vendita separata dei beni produca un valore inferiore rispetto a una vendita unitaria dell'azienda, di un ramo, di un portafoglio di diritti o di un complesso tecnologico e contrattuale.

La disposizione può dunque essere letta come apertura, sia pure implicita, ad una valutazione preliminare della natura del valore residuo. Se il valore è atomistico, la liquidazione digitale mediante asta elettronica può essere lo strumento più efficiente. Se il valore è organizzativo, tecnologico o relazionale, può essere preferibile una vendita unitaria o una tecnica di realizzo costruita sulla conservazione del *going concern*.

Il dato trova conferma anche nell'art. 97, par. 2, il quale consente agli Stati membri di estendere l'uso dei sistemi di asta elettronica alla *vendita dell'impresa* ovvero dei beni del debitore oggetto di altri tipi di procedure di insolvenza aperte nel loro territorio; nella stessa direzione muove l'art. 102 che al par. 1 contempla questa possibilità, laddove precisa che potrebbe essere necessario maggiore tempo per la *vendita dell'impresa* o dei beni del debitore o per la ripartizione del ricavato. Le due previsioni pur non trasformando il *winding-up* della EU Inc. in una procedura di vendita dell'impresa in continuità, dimostrano che il sistema di aste elettroniche non è necessariamente incompatibile con forme di realizzo più complesse della mera vendita separata dei singoli beni.

Il confronto con la recente disciplina europea del *pre-pack* rafforza tale conclusione [26]. La direttiva (UE) 2026/799 muove dalla diversa prospettiva della vendita dell'impresa, o di una sua parte, come complesso funzionante, attraverso una fase preparatoria e una successiva fase liquidatoria di approvazione ed esecuzione della vendita. Il *pre-pack* non coincide con il *winding-up* della EU Inc., ma mostra che l'accelerazione della procedura può essere orientata non soltanto alla rapida liquidazione degli *asset*, bensì anche alla conservazione del valore unitario dell'impresa.

Analogo spunto emerge dalla proposta di direttiva del 2022, nella parte dedicata alla liquidazione semplificata delle microimprese, poi, come già detto, espunta dalla versione finale della direttiva 2026/799: l'art. 50, par. 1 seconda parte, prevedeva l'utilizzo di piattaforme di asta elettronica, ma contemplava altresì la possibilità che fossero presentate offerte per l'acquisto dell'impresa del debitore in regime

[26] Sul tema del *pre-pack* v. E. Vaccari, J. Carles (a cura di), *Pre-Pack Sales and Corporate Rescue. A Global Guide*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2026; L. Panzani, *La Direttiva 30 marzo 2026 n. 799 che armonizza alcuni aspetti delle procedure di insolvenza. In particolare il* pre-pack, in *Il nuovo diritto delle società*, 2026, 622.

di continuità aziendale, quando ciò consentisse il miglior soddisfacimento dei creditori.

In questo contesto si colloca anche la Parte V della UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law for Micro – and Small Enterprises*, ove non si concepisce la semplificazione come mera accelerazione della liquidazione, ma come sistema flessibile, capace di combinare liquidazione semplificata e riorganizzazione semplificata, distinguendo tra impresa non vitale, impresa ancora riorganizzabile e impresa il cui valore possa essere preservato attraverso una tecnica ordinata di trasferimento [27].

Ne deriva che il problema è stabilire quale tecnica, nel caso concreto, consenta di massimizzare il valore netto distribuibile ai creditori. L'uso dello strumento digitale può rendere la procedura più rapida, accessibile e meno costosa, non può però sostituire l'analisi giuridica ed economica della natura del valore residuo.

È significativo che la recente proposta emendativa al testo della Commissione contempli questa esigenza, prevedendo espressamente che l'*insolvency practitioner* assicuri che il metodo di realizzo prescelto ottimizzi il valore della massa e che l'uso delle piattaforme di asta elettronica non impedisca il ricorso ad altri metodi di vendita quando questi risultino più appropriati a tale scopo [28].

La centralità dell'asta elettronica viene così relativizzata: essa non costituisce il fine della procedura, ma uno strumento funzionale al miglior realizzo dell'attivo nell'interesse dei creditori. Nella stessa direzione si colloca la modifica dell'art. 102, là dove la proroga della procedura viene collegata non soltanto alla vendita dei beni, ma anche alla vendita del *business* del debitore. Il riferimento esplicito al "*business*" è molto importante: conferma che non si deve ragionare solo in termini di singoli *asset* separati e che può esistere un valore aziendale o organizzativo che richiede più tempo e una tecnica diversa.

4. *Verso un modello modulare: diagnosi del valore e selezione della procedura*

Le criticità sin qui esaminate non inducono a respingere l'idea di una procedura semplificata per le EU Inc. *start-up* innovative; al contrario, confermano l'esigenza

[27] V. raccomandazione 274 "*The MSE Insolvency Guide recommends that a simplified insolvency regime should provide for both simplified liquidation and simplified reorganization*".

[28] In particolare, all'art. 96 viene aggiunta una frase molto importante al par. 3: l'*insolvency practitioner* deve assicurare che il metodo di realizzo massimizzi il valore della massa insolvente. L'art. 97, par. 1, aggiunge che l'uso delle piattaforme di asta elettronica non impedisce l'utilizzo di altri metodi di vendita quando questi siano più appropriati per massimizzare il valore della massa insolvente. Infine l'art. 102 precisa che la proroga può essere concessa quando serve più tempo per la vendita del *business or assets* del debitore, oppure per la distribuzione del ricavato.

di strumenti più rapidi, meno costosi e più accessibili rispetto alle procedure concorsuali ordinarie. Il problema non è dunque la semplificazione in sé, ma il rischio che essa venga identificata con la sola accelerazione della liquidazione.

Il *Chapter* X della proposta EU Inc. presenta un certo grado di modularità. Esso è anzitutto opzionale, poiché non sostituisce i regimi concorsuali nazionali, ma si aggiunge ad essi come componente speciale del 28° regime [29]. Inoltre la procedura di *winding-up* rivela una certa flessibilità interna seppure confinata ai meccanismi della liquidazione: la nomina dell'*insolvency practitioner* costituisce la regola generale, ma può essere esclusa in presenza di determinate condizioni; il realizzo dell'attivo avviene normalmente mediante asta elettronica, ma tale modalità può essere accantonata quando non sia appropriata in ragione della natura del bene o delle circostanze della procedura; la procedura può anche essere chiusa senza realizzo quando l'attivo sia inesistente o il suo valore non giustifichi i costi dell'attività liquidatoria.

D'altro canto esiste una modularità a livello di sistema, perché il *winding-up* della EU Inc. convive con i quadri nazionali di ristrutturazione preventiva: il *Chapter* X armonizza il segmento liquidatorio, mentre la ristrutturazione resta affidata ai diritti nazionali, con differenze quanto a presupposti di accesso, costi, durata, ruolo dell'autorità competente, grado di coinvolgimento dei creditori e prassi applicative. A questa conclusione indurrebbe la stessa architettura della proposta di regolamento ove l'art. 4 stabilisce che le EU Inc. sono disciplinate dal regolamento e dai loro statuti, ma che le materie non coperte dal regolamento, o dagli statuti nei limiti in cui il regolamento lo consenta, restano governate dal diritto nazionale applicabile alla forma societaria di riferimento nello Stato membro della sede ove è registrata [30]. La EU Inc. non è dunque costruita come un ordinamento societario e

---

[29] I. Mevorach, *The Insolvency Chapter in the EU Inc Proposal: A Comment*, cit.

[30] Nel recente documento del 29 giugno 2026, Parlamento europeo, Commissione giuridica, *Draft Report on the proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on the 28th regime corporate legal framework – "EU Inc."*, cit., l'art. 4 della proposta di regolamento viene soppresso come disposizione autonoma. La regola sul diritto applicabile non scompare, ma viene ricollocata nel nuovo art. 1a, par. 4, dedicato all'ambito di applicazione del regolamento: "*Company law matters that are not covered by this Regulation or by the articles of association of an EU Inc., where expressly authorised by this Regulation, shall be governed by the national law, including the provisions transposing Union law, which apply to the relevant national legal form in the Member State in which the EU Inc. company has its registered office. Each Member State shall designate that relevant national legal form and inform the Commission about the designation by … [3 months before the date of application of this Regulation]. Where a Member State makes use of the option referred to in Article 3, paragraph 2, it may designate a separate legal form for steward-owned companies as the relevant national legal form and inform the Commission about the designation by … [3 months before the date of application of this Regulation]*". La modifica è significativa perché delimita il rinvio al diritto nazionale alle sole materie di diritto societario non disciplinate dal regolamento o dallo statuto, nei limiti in cui l'autonomia statutaria sia espressamente autorizzata dal regolamento stesso. Tuttavia, l'applicabilità dei quadri nazionali di ristrutturazione resta confermata dal considerando

concorsuale integralmente autosufficiente, ma come un regime europeo speciale destinato a innestarsi sugli ordinamenti nazionali.

Si avverte la mancanza di una modularità interna, propria del 28° regime, capace di orientare la *start-up* sulla base di una diagnosi iniziale del valore: il modello europeo non prevede infatti, nel medesimo percorso semplificato, una scelta iniziale tra liquidazione, ristrutturazione, vendita unitaria dell'azienda o altra tecnica di conservazione del valore. Ne deriva il rischio, già sottolineato, che *start-up* ancora vitali, ma finanziariamente insolventi, vengano indirizzate verso una procedura di uscita rapida dal mercato anche quando hanno ancora un valore tecnologico, organizzativo o relazionale suscettibile di essere preservato.

La proposta modulare che si prospetta non mira tuttavia a negare l'applicabilità degli strumenti nazionali di ristrutturazione, ma a colmare il divario tra essi e il *winding-up* europeo. In questa prospettiva, un percorso unitario potrebbe articolarsi in tre fasi.

La prima fase dovrebbe consistere nell'emersione anticipata della difficoltà e nella diagnosi del valore [31]. La *start-up* innovativa (e la microimpresa?) dovrebbe poter accedere a un percorso rapido di consulenza, senza dover attendere necessariamente l'insolvenza. In tale sede, un'autorità competente, eventualmente assistita da un esperto, dovrebbe accertare la natura della crisi e del valore residuo: che potrebbe essere un valore di continuità soggettiva, un valore di cessione unitaria, un valore tecnologico o relazionale, oppure un mero valore atomistico dei singoli *asset*.

La seconda fase dovrebbe essere dedicata alla selezione della tecnica più idonea a massimizzare il valore netto per i creditori. Se l'impresa non presentasse più alcun valore organizzativo e disponesse soltanto di beni separabili, la liquidazione semplificata digitale mediante asta elettronica potrebbe costituire la soluzione più efficiente; se, viceversa, il valore risiedesse in una combinazione di elementi incluse, tra gli altri, le relazioni con clienti o investitori, la vendita atomistica potrebbe distruggere proprio il valore che la procedura dovrebbe preservare. In tali casi, occorrerebbe privilegiare una vendita unitaria o altra procedura competitiva costruita intorno alla conservazione del *going concern* [32].

(66a) e (66b) ove si precisa che il regolamento si pone in rapporto di complementarità rispetto al diritto nazionale e unionale esistente.

[31] A. Gurrea Martínez, *Insolvency Law as a Catalyst for Growth*, cit., 5 ss., che individua le due funzioni economiche primarie del diritto dell'insolvenza nella minimizzazione della perdita di valore e nella promozione dell'allocazione efficiente degli asset del debitore. Applicando tale prospettiva alle *start-up* innovative, la soluzione più efficiente potrebbe non coincidere sempre con la vendita atomistica tramite asta elettronica.

[32] Questa impostazione appare peraltro coerente con la logica della Parte V della UNCITRAL *Legislative Guide on Insolvency Law for Micro– and Small Enterprises*, ove, come detto, non si identifica la semplificazione con la sola liquidazione accelerata, ma si raccomanda un sistema capace di comprendere sia la liquidazione semplificata sia la riorganizzazione semplificata.

Il criterio non è dunque la procedura più breve, bensì la selezione dello strumento più idoneo rispetto alla condizione concreta dell'impresa: liquidazione per l'impresa non vitale, riorganizzazione per quella ancora recuperabile, trasferimento unitario quando il valore possa essere conservato attraverso la cessione dell'azienda, di un ramo o di un complesso di *asset* complementari.

La terza fase dovrebbe riguardare lo svolgimento della procedura e le garanzie. La semplificazione deve essere compensata da un elevato livello di trasparenza informativa. Occorrono bilanci aggiornati, elenco completo dei creditori, inventario degli *asset* materiali e immateriali, *disclosure* su contratti, diritti di proprietà intellettuale, dati, rapporti con investitori, operazioni con parti correlate, eventuali trattative pendenti e passività verso lavoratori, verso il fisco e gli enti previdenziali. In altre parole, la riduzione dei tempi e dei costi non può e non deve tradursi in riduzione della tracciabilità.

L'intervento del professionista dell'insolvenza dovrebbe essere anch'esso declinato in funzione della complessità della crisi. Nei casi semplici, con pochi creditori, attivo facilmente ricostruibile e assenza di conflitti, può essere sufficiente ed efficace una forma di autogestione controllata dal debitore, sotto la vigilanza dell'autorità competente. Nei casi in cui emergano *asset* immateriali complessi, lavoratori, creditori pubblici, creditori transfrontalieri, garanzie reali, conflitti di interesse o operazioni sospette, la nomina del professionista dovrebbe invece diventare necessaria. La complessità della massa e la natura del valore residuo devono dunque determinare non solo la tecnica di realizzo, ma anche il livello di eterogestione della procedura.

In tale prospettiva, la proposta EU Inc. potrebbe evolversi verso un modello modulare che consenta di conciliare *fresh start*, tutela dei creditori e conservazione del valore. Per molte *start-up* la continuità soggettiva non è realistica: il debitore deve uscire rapidamente dal mercato e le risorse umane e finanziarie devono poter essere reimpiegate in nuovi progetti. Ciò non significa, però, che debba necessariamente essere liquidato anche il valore dell'impresa: tecnologia, dati, contratti, *know-how*, *team* e relazioni commerciali possono sopravvivere al debitore ed essere trasferiti verso usi più produttivi.

5. *Alcuni problemi di coordinamento e* governance *della procedura*

La ricostruzione del *winding-up* della EU Inc. come segmento liquidatorio di un più ampio sistema di gestione della crisi impone di considerare alcuni ulteriori profili.

Un primo aspetto riguarda la natura stessa della crisi della *start-up* innovativa. Non tutte le crisi sono uguali. In alcuni casi, l'innovazione non viene effettivamente realizzata oppure, pur essendo realizzata, non incontra una domanda di mercato sufficiente. La *start-up*, in questa prospettiva, conserva una componente fisiologica

di rischio: è, almeno in parte, una scommessa imprenditoriale destinata spesso a non produrre il risultato atteso. In tali ipotesi, una procedura liquidatoria rapida, digitale e poco costosa può essere pienamente coerente con l'interesse dei creditori e con l'esigenza di consentire una rapida riallocazione delle risorse.

Diversa è l'ipotesi in cui l'innovazione sia stata realizzata, esista un mercato potenzialmente interessato, ma la *start-up* non disponga delle risorse necessarie per sostenere i costi di *marketing*, distribuzione o *scale-up*. In questi casi il valore dell'impresa non coincide con il patrimonio contabile né con la somma dei singoli beni, ma può risiedere in un brevetto, in un *software*, in una banca dati, nel *know-how*, nei contratti, nel marchio, nella *community* o nelle relazioni commerciali già costruite. Il problema, come abbiamo visto, non è allora liquidare, ma collocare tale valore presso un soggetto in grado di sfruttarlo.

Da questo punto di vista, la coesistenza tra il *winding-up* modello "EU Inc." e gli strumenti nazionali di regolazione della crisi (direi anche della composizione negoziata per il nostro ordinamento) è inevitabile, ma non priva di difficoltà. La EU Inc. resta infatti assoggettata ai quadri nazionali di ristrutturazione preventiva e agli altri strumenti previsti dal diritto dello Stato membro competente [33]. Tuttavia, la proposta non chiarisce in modo sufficiente come debba essere risolto il concorso tra una procedura nazionale di ristrutturazione già avviata e una domanda, eventualmente presentata da un creditore, di apertura del *winding-up* europeo. Occorrerebbe stabilire se e in quali condizioni le misure protettive concesse nell'ambito di una procedura nazionale impediscano o sospendano l'apertura della procedura liquidatoria semplificata, e se il giudice o l'autorità competente debba verificare che l'apertura del *winding-up* sia effettivamente conforme all'interesse generale dei creditori.

Fissando una regola di coordinamento, la procedura liquidatoria europea non opererebbe come scorciatoia destinata a interrompere percorsi di risanamento o vendita già avviati, ma come rimedio proporzionato nei casi in cui la ristrutturazione non sia praticabile o non sia più conveniente.

Un secondo profilo riguarda le azioni revocatorie. Il *Chapter* X non contiene una disciplina autonoma della revocatoria o delle altre azioni di inefficacia degli atti pregiudizievoli anteriori all'apertura della procedura: tale silenzio è significativo, poiché nelle *start-up* innovative possono assumere particolare rilievo trasferimenti di *asset* immateriali, licenze, operazioni con parti correlate, cessioni di tecnologia o contratti conclusi in prossimità della crisi. Le proposte emendative del 29 giugno 2026 rafforzano il contenuto della domanda di apertura, imponendo l'indicazione delle operazioni commerciali compiute nei sei mesi precedenti: tale previsione consente al giudice o all'autorità competente di individuare operazioni potenzialmente anomale; essa non equivale però a una disciplina autonoma delle

[33] Per come è formulato oggi l'art. 4 della proposta di regolamento ma vedi la proposta di revisione, *supra*, nt. 30.

azioni revocatorie, né chiarisce chi debba esercitarle, con quali presupposti e secondo quale legge applicabile. La semplificazione della procedura non dovrebbe tradursi nell'indebolimento degli strumenti di ricostituzione della massa.

La questione si collega direttamente alla possibile assenza dell'*insolvency practitioner*. Se la procedura è gestita dal debitore o dagli amministratori, il soggetto eventualmente chiamato a valutare l'opportunità di esercitare tali azioni potrebbe coincidere con chi ha posto in essere, autorizzato o tollerato gli atti da contestare. Ne deriva un evidente rischio di conflitto d'interessi. Per tale ragione, l'esistenza di operazioni rilevanti nel periodo sospetto, di atti con parti correlate, di trasferimenti di *asset* immateriali o di pagamenti selettivi potrebbe costituire un indice contrario alla deroga alla nomina del professionista dell'insolvenza.

Un terzo profilo concerne la posizione degli amministratori. Nei casi in cui il professionista non sia nominato, l'articolazione della procedura sembra assumere i tratti di un'autogestione controllata: il debitore conserva un ruolo operativo nella predisposizione dell'elenco dei creditori e dei crediti, nella realizzazione dell'attivo e nella distribuzione del ricavato, sotto il controllo e la supervisione del giudice o dell'autorità competente. Tale modello può essere efficiente nei casi semplici, ma richiede un chiarimento sullo standard di condotta degli amministratori. Una volta aperta la procedura di insolvenza, essi non dovrebbero poter gestire nell'interesse dei soci o della prosecuzione dell'iniziativa imprenditoriale, bensì nell'interesse esclusivo della massa.

La delicatezza del modello è accentuata dall'assenza di un obbligo generalizzato di istituire organi di controllo nella EU Inc. [34]. Se mancano tanto il professionista dell'insolvenza quanto un organo interno di vigilanza, la procedura concentra sugli amministratori funzioni informative, gestorie e liquidatorie. La riduzione dei costi organizzativi, che costituisce uno degli obiettivi del 28° regime, non deve tradursi in una riduzione eccessiva dei presidi di legalità e trasparenza nella fase patologica dell'impresa.

Un quarto profilo riguarda la scelta di accedere alla procedura. La proposta attribuisce la legittimazione alla domanda alla EU Inc. *innovative start-up* insolvente e a qualsiasi creditore, ma non chiarisce quale organo interno della società debba assumere la decisione quando l'iniziativa provenga dal debitore. La soluzione preferibile è ritenere che, in presenza di insolvenza, la decisione debba competere agli amministratori, quali soggetti titolari della gestione e destinatari degli obblighi di tempestiva rilevazione della crisi. L'assemblea potrà essere informata o coinvolta nei limiti previsti dallo statuto o dal diritto nazionale applicabile, ma non dovrebbe poter impedire l'accesso alla procedura quando il ritardo possa pregiudicare i creditori.

[34] Il considerando 32 della proposta di regolamento afferma che i soci devono avere libertà di organizzare la EU Inc. nello statuto; la società deve avere un *board of directors*, ma "*may also have additional bodies, such as a supervisory body*": l'organo di controllo resta dunque eventuale, è una possibilità statutaria ovvero dipendente dal diritto nazionale richiamato.

Strettamente connessa è un'altra questione che concerne le tempistiche per l'adozione del regime opzionale europeo: alle imprese sarà consentito aderire ad esso solo al momento della costituzione o anche in un momento successivo? In questo secondo caso, si delinea un problema poiché, come sottolineato in dottrina, un creditore che concede un prestito a un'impresa lo fa muovendo dal presupposto che la propria posizione sarà disciplinata da una specifica normativa nazionale in materia di insolvenza [35]. Sicché nel caso in cui la società opti successivamente per un regime sovranazionale che potenzialmente indebolisce la posizione del creditore, quest'ultimo rischia di sostenere un costo che non era stato preso in considerazione nell'accordo originario; d'altro canto, anche la decisione inversa (quindi un ritorno al regime inizialmente scelto) necessita di essere regolamentata evitando comportamenti opportunistici [36].

6. *Conclusioni*

La proposta EU Inc. coglie un'esigenza reale: le *start-up* innovative, e più genericamente le imprese di minori dimensioni, hanno bisogno non soltanto di regole semplificate per nascere, finanziarsi e crescere, ma anche di regole proporzionate per uscire dal mercato. In questa prospettiva, il *Chapter* X rappresenta un segnale importante: l'Unione europea riconosce che il costo, la durata e la complessità delle procedure concorsuali ordinarie possono risultare sproporzionati rispetto alla struttura patrimoniale, organizzativa e finanziaria delle imprese innovative.

Il *winding-up* della EU Inc. *start-up* innovativa ha dunque un merito evidente, nella misura in cui tenta di ridurre il costo del "fallimento", digitalizzando gli scambi procedurali, semplificando l'accertamento del passivo e rendendo più efficiente il realizzo dell'attivo mediante aste elettroniche. Tuttavia, l'utilità dello strumento non ne oscura i limiti. Il *winding-up* è costruito come una procedura essenzialmente liquidatoria che interviene – con significativi margini di concretizzazione in sede nazionale – quando l'insolvenza è già attuale, riservata alle sole EU Inc. *innovative start-up*, nella quale la tutela dei creditori, sotto vari profili come visto, è debole (in particolare, le tecniche di realizzo non paiono calibrate sulla natura del valore immateriale): a queste condizioni il 28° regime rischia di ridurre in qualche maniera costi e i tempi, senza tuttavia risolvere pienamente il problema della migliore allocazione del valore.

Ne consegue che la semplificazione non è, di per sé, né favorevole né sfavorevole ai creditori. Essa diventa coerente con il migliore soddisfacimento quando

[35] W.-G. Ringe, *One Size Fails All? EU Insolvency Law between Harmonisation and 28th Regime*, cit., 31.

[36] W.-G. Ringe, *One Size Fails All? EU Insolvency Law between Harmonisation and 28th Regime*, cit.

preserva il valore; per contro, diventa problematica quando accelera la liquidazione di un valore che avrebbe richiesto una tecnica diversa di conservazione o trasferimento. Da questo punto di vista, il parametro decisivo non dovrebbe essere quindi la rapidità in sé della procedura, ma la massimizzazione del valore netto per i creditori e la distinzione rilevante non dovrebbe essere tra imprese innovative e imprese non innovative, ma tra imprese non vitali, imprese ancora riorganizzabili e imprese il cui valore possa essere preservato attraverso una cessione unitaria o altra tecnica ordinata di trasferimento.

A ciò si aggiunge un profilo ulteriore, spesso sottovalutato: la riforma delle procedure non basta senza un cambiamento culturale. Le esperienze straniere mostrano che strumenti anche ben disegnati possono rimanere poco utilizzati se amministratori, imprenditori e consulenti non riconoscono tempestivamente i segnali della crisi e non conoscono le opzioni disponibili: emerge un dato oggettivo ovvero la necessità di un cambiamento culturale anche per le microimprese e *start-up*, che insieme alla semplificazione procedurale e alla creazione di ruoli di supporto contribuisca effettivamente alla creazione di un circolo virtuoso [37]. In quest'ottica, una procedura semplificata può produrre effetti virtuosi solo se inserita in un ecosistema capace di normalizzare l'intervento precoce, diffondere conoscenza, offrire supporto professionale accessibile e ridurre lo stigma dell'insolvenza.

In ogni caso, come è stato osservato, il carattere opzionale del 28° regime limita il rischio di imporre alle imprese un modello inefficiente: se la EU Inc. non sarà percepita come utile, il mercato potrà semplicemente non utilizzarla [38]. Tuttavia, l'autocorrezione del mercato non elimina il rischio di un "pregiudizio liquidatorio" meno visibile: se la procedura europea semplificata è costruita prevalentemente come uscita rapida dal mercato, essa può indurre gli operatori a liquidare imprese che avrebbero potuto essere ristrutturate o comunque valorizzate attraverso la cessione unitaria dell'azienda [39].

---

[37] E. Ghio, *Ignorance is not bliss: Directors, insolvency literacy and the rescue gap*, in *International Insolvency Rev.*, 2026, 35(1), 165, 188; Id., *Small Firms, Big Gap: Rethinking MSME Rescue in EU Insolvency Law*, in *Laws*, 2025, 14(6), 99 (*doi.org/10.3390*). Secondo l'a. le esperienze di altri Paesi (l'Irlanda ha una procedura specifica, lo *Small Companies Administrative Rescue Process (SCARP)*, ma un forte analfabetismo giuridico e procedurale; la Francia che non ha procedure *ad hoc* ma una forte cultura istituzionale e un approccio ecosistemico corretto insieme ad una rete di assistenza decentralizzata e coordinata: il salvataggio è normalizzato; infine gli Stati Uniti hanno la *Small Business reorganization Act* (entrato in vigore dal 2019, ma il *Subchapter* V dal 2020) in un contesto generale plasmato da un orientamento culturale verso il rischio imprenditoriale e le seconde opportunità) dimostra che la riforma in materia di insolvenza deve andare oltre la semplice modifica normativa per affrontare le condizioni in cui gli amministratori si confrontano con la normativa sull'insolvenza e la interpretano. Senza prestare attenzione all'alfabetizzazione giuridica, ai percorsi professionali e alla segnalazione istituzionale, la promessa di una cultura del salvataggio rimarrà un'illusione.

[38] W.-G. Ringe, *One Size Fails All? EU Insolvency Law between Harmonisation and 28th Regime*, cit., 31.

[39] I. Mevorach, *The Insolvency Chapter in the EU Inc Proposal: A Comment*, cit., ove l'a. aggiunge

La conclusione, allora, non è che il *winding-up* della proposta EU Inc. debba essere abbandonato. Al contrario, tale disciplina rappresenta un laboratorio utile per la costruzione di una *exit procedure* europea moderna, digitale e proporzionata, ma dovrebbe evolvere verso un modello capace di assicurare un'uscita ordinata del debitore dal mercato senza disperdere il valore tecnologico, organizzativo e relazionale dell'impresa, offrendo agli "imprenditori onesti" una seconda opportunità per reinserirsi nel circuito economico senza effetti stigmatizzanti.

D'altro canto, alla luce dell'evoluzione più recente del procedimento legislativo, e in particolare delle proposte emendative, sembrano oggi prospettarsi due scenari. Il primo scenario è quello della conservazione del *Chapter* X, ma con modifiche significative. In questa direzione si muove il *Draft Report* del 29 giugno 2026, che mantiene la procedura e tenta di correggerne alcune criticità: attenua la delimitazione soggettiva originaria, rafforza i presidi informativi, rende più rigorose le condizioni per procedere senza professionista dell'insolvenza, valorizza la tutela dei creditori e dei lavoratori e riconduce le tecniche di realizzo al criterio della massimizzazione del valore della massa.

Il secondo scenario è quello della soppressione del *Chapter* X: *il Consiglio dell'Unione europea ha infatti confermato anche di recente questa linea negoziale* [40], espungendo l'intero segmento dedicato al *winding-up* delle EU Inc. insolventi. In tal caso, la EU Inc. conserverebbe una disciplina armonizzata per la costituzione, l'organizzazione, il finanziamento e la liquidazione ordinaria, mentre la fase dell'*exit* patologico resterebbe affidata ai quadri nazionali e al diritto unionale già esistente.

La soppressione del *Chapter* X eviterebbe il rischio di introdurre una procedura settoriale ancora imperfetta, ma lascerebbe irrisolto il problema che quella procedura tentava di affrontare: la frammentazione, i costi e l'imprevedibilità della gestione concorsuale delle imprese innovative e di minori dimensioni [41].

Le recenti vicende confermano, più in generale, la difficoltà politica di armonizzare l'insolvenza delle imprese minori [42]: il bisogno regolatorio emerge con

---

un *caveat*: l'autocorrezione del mercato non basta se il regime produce un effetto meno visibile, cioè ristrutturazioni mancate. La sua idea del "*road not taken problem*" è preziosa: il *bias* liquidatorio è difficile da misurare empiricamente, perché non vediamo le ristrutturazioni che non sono mai state tentate, vediamo solo le liquidazioni avvenute. V. anche A. Gurrea Martínez, *Insolvency Law as a Catalyst for Growth*, cit.

[40] V. *Second Presidency compromise text* del 7 settembre 2026, cit., 138.

[41] Una possibile soluzione di sperimentazione controllata si rinviene in S. Rohr, *Build It and They Will Come? Why EU Inc Needs a Pilot*, cit., ove l'a. propone un *pilot* regime per testare empiricamente dove la maggiore integrazione produca benefici e dove invece la diversità nazionale conservi una funzione utile.

[42] Sul rilievo della volontà politica nella costruzione del 28° regime, v. W.-G. Ringe, *EU Inc: Between Constitutional Constraints and Political Choice*, in *Oxford Business Law Blog*, 5 giugno 2026.

chiarezza, ma incontra resistenze quando si tratta di tradurlo in una disciplina comune vincolante [43].

[43] Come già era avvenuto con la proposta di direttiva del 2022, che prevedeva una procedura della liquidazione semplificata delle microimprese poi espunta, come più volte ricordato in questo scritto, dal testo definitivo della direttiva (UE) 2026/799. V. Consiglio dell'Unione europea, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council harmonising certain aspects of insolvency law – Progress report*, doc. 10363/24, 31 maggio 2024, 4, spec. parr. 15-17 (*data.consilium.europa.eu*), ove si dà conto delle diffuse riserve degli Stati membri sul Titolo VI della proposta COM (2022) 702, relativo alla liquidazione semplificata delle microimprese, concernenti, in particolare, la definizione di microimpresa, la nomina dell'*insolvency practitioner*, il ruolo dell'autorità giudiziaria e l'impatto del nuovo regime sui sistemi nazionali di insolvenza. V. altresì Consiglio dell'Unione europea, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council harmonising certain aspects of insolvency law – General approach*, doc. 9257/25, 23 maggio 2025, 5, par. 14, lett. c), (*data.consilium.europa.eu*), ove si dà espressamente conto dell'eliminazione del Titolo VI dal testo di compromesso, dopo l'esame di diverse proposte alternative, in ragione delle persistenti perplessità circa la sua concreta applicabilità e il possibile impatto sugli ordinamenti nazionali. Nello stesso senso, v. Parlamento europeo, Commissione giuridica, *Report on the proposal for a directive harmonising certain aspects of insolvency law*, A10-0126/2025, 1° luglio 2025, rel. E. Radev, emendamento n. 174 in particolare nella motivazione, (*europarl.europa.eu*), che propone la soppressione integrale del Titolo VI richiamando, all'esito delle consultazioni con gli *stakeholders*, le significative incertezze giuridiche, i rischi di abuso, il possibile trasferimento di oneri amministrativi sulle PMI e l'insufficiente tutela dei creditori e degli altri soggetti interessati. Cfr. inoltre Consiglio dell'Unione europea, *Proposal for a Directive of the European Parliament and of the Council harmonising certain aspects of insolvency law – General approach – Statement by France and Portugal*, doc. 9257/25 ADD 3, 6 giugno 2025, (*data.consilium.europa.eu*), ove Francia e Portogallo dichiarano di deplorare l'eliminazione del Titolo VI sulla liquidazione delle microimprese.

L'intelligenza artificiale nella prestazione dei servizi di investimento tra regole di condotta e regole di organizzazione

Artificial intelligence in the provision of investment services: between rules of conduct and rules of organisation

Giulia Serafin*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-7

ABSTRACT

L'articolo esamina le criticità legate all'utilizzo di sistemi di IA nella prestazione dei servizi di investimento alla luce delle sue principali caratteristiche – opacità e autonomia – e di come queste si rapportino con la disciplina dedicata a queste attività. A fronte di tali criticità viene posto in evidenza come la disciplina dedicata ai servizi di investimento preveda, accanto alle regole di condotta, numerose regole di organizzazione dell'attività, le quali si riverberano nella necessità che l'impresa di investimento si doti di adeguati assetti organizzativi in relazione all'uso dell'IA nell'attività di impresa.

This article examines the critical issues associated with the use of AI systems in the provision of investment services in light of their main characteristics – opacity and autonomy – and how these relate to the regulatory framework governing these activities. In view of these challenges, the article highlights how the regulatory framework for investment services provides, alongside rules of conduct, numerous rules governing the organisation of business activities, which necessitate that investment firms establish appropriate organisational structures in relation to the use of AI in their business operations.

* Ricercatrice Tenure Track in diritto commerciale, Università Ca' Foscari Venezia; e-mail: giulia.serafin@unive.it.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. L'AI Act e il settore finanziario. – 3. Progettazione del sistema di IA e adeguatezza dei dati di addestramento. – 4. L'opacità dell'algoritmo e il paradigma della trasparenza. – 5. Opacità, trasparenza e mercati finanziari. – 6. Autonomia dell'algoritmo e imputazione della responsabilità. – 7. Le regole di organizzazione. – 8. Regole organizzative, assetti adeguati e responsabilità degli amministratori. – 9. Brevi riflessioni conclusive.

1. *Introduzione*

L'intelligenza artificiale ha ormai fortemente impattato su qualsiasi settore. Tra i diversi campi di utilizzo di questi sistemi, spicca il suo impiego nell'attività di impresa e, tra i settori più coinvolti, vi è senz'altro quello finanziario, ivi compresa la prestazione dei servizi di investimento. Come riportano diverse indagini, le principali applicazioni dei sistemi di IA in questo ambito riguardano la profilazione; la segmentazione della clientela; la progettazione e la distribuzione di prodotti finanziari; la creazione, l'ottimizzazione e il ribilanciamento di portafogli di investimento [1].

L'utilizzo dell'intelligenza artificiale, accanto ai benefici in termini di efficienza e di risparmio dei costi, può però comportare anche notevoli criticità, che derivano dalle loro principali caratteristiche intrinseche e dal loro funzionamento. In primo luogo, affinché i sistemi di IA possano funzionare in maniera efficiente devono essere addestrati da una grande quantità di dati, che devono poi anche essere in grado di rappresentare il fenomeno su cui il sistema deve "lavorare". Ciò evidentemente si ripercuote sulla possibilità che, in difetto, il sistema di IA restituisca soluzioni sistematicamente errate. Un secondo profilo critico risiede nella capacità dei sistemi di IA di auto-riprogrammarsi e di manifestare perciò una rilevante autonomia nei processi decisionali; ciò può facilmente comportare una mancanza di controllo dell'operatore umano sulla decisione assunta dal sistema stesso. Infine, un ultimo problema connesso all'intelligenza artificiale è quello della scarsa o nulla trasparenza relativa alla "spiegabilità" dei processi che il sistema di IA utilizza per

[1] Sui diversi utilizzi dei sistemi di IA in ambito finanziario v. Financial Stability Institute, *Regulating AI in the financial sector: recent developments and main challenges*, FSI Insights on policy implementation n. 63, December 2024; ESMA, *Artificial intelligence in EU securities markets*, ESMA 50-164-6247, February 2023; IOSCO, *The use of artificial intelligence and machine learning by market intermediaries and asset managers*, Final Report, September 2021; FSB, *Artificial intelligence and machine learning in financial services. Market developments and financial stability implications*, November 2017; OECD, *Artificial Intelligence, Machine Learning and Big Data in Finance*, August 2021; OECD, *Generative artificial intelligence in finance*, December 2023; N. Linciano, V. Caivano, D. Costa, P. Soccorso, T.N. Poli, G. Trovatore, *L'intelligenza artificiale nell'asset e nel wealth management*, in *Quaderni FinTech Consob*, giugno 2022.

restituire una determinata soluzione, rendendo estremamente complesso ricostruire questo processo anche al fine di contestare quella soluzione.

Dal punto di vista dell'impresa che utilizza sistemi di IA per implementare i propri servizi, la regolamentazione deve necessariamente operare un contemperamento dei diversi interessi in gioco: da un lato la necessità di fronteggiare nuovi rischi e, dall'altro, quella di non imporre obblighi normativi troppo rigidi che frenino la spinta innovatrice del fenomeno e i benefici che ne possono derivare, inducendo, magari, alla localizzazione dell'attività in altri, meno rigorosi, ordinamenti. È evidente che l'impatto della tecnologia sull'attività di un'impresa può essere determinante per ridurre i costi operativi e per migliorare i propri prodotti e i propri servizi in termini di qualità, di personalizzazione e di costi. Ciò è particolarmente rilevante in ambito finanziario, ove è costante l'attenzione del legislatore e degli operatori verso questi aspetti.

Quanto ai rischi, vi è la necessità che gli utenti finali siano adeguatamente tutelati rispetto alla fruizione di un prodotto o di un servizio per la cui realizzazione sia stato in qualche modo utilizzato un sistema di IA; ma attenta considerazione merita anche la possibilità per l'impresa di avvalersi di questi sistemi, avendo la ragionevole certezza dei rischi legali ai quali potrebbe andare incontro laddove il loro utilizzo provocasse un danno e, dunque, sfociasse in una decisione compromessa da un "errore algoritmico". L'attuale clima di incertezza è acuito dalla difficoltà di prevedere gli esiti dell'applicazione delle norme in materia di responsabilità civile da parte dell'Autorità giudiziaria, posta anche la mancanza di norme specifiche. D'altro canto, la circostanza si riverbera inevitabilmente sulla previsione e sulla valutazione da parte dell'impresa della propria esposizione a tale rischio e sulla necessità di adeguare i propri assetti organizzativi in relazione all'utilizzo dell'intelligenza artificiale [2].

2. *L'AI Act e il settore finanziario*

Secondo il regolamento (UE) 2024/1689 che stabilisce regole armonizzate sull'intelligenza artificiale (di seguito anche AI Act), un "sistema di intelligenza artificiale (sistema di IA)" consiste in "un sistema automatizzato progettato per operare con livelli di autonomia variabili e che, per obiettivi espliciti o impliciti, può generare output quali previsioni, raccomandazioni o decisioni che influenzano gli ambienti fisici o virtuali" (art. 3, par. 1, n. 1).

Generalmente intesa, l'intelligenza artificiale può essere definita come lo studio di quei metodi che consentono ad un computer di adottare un comportamento

[2] Cfr. F. Pacileo, *L'intelligenza artificiale nell'impresa*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2025, 184 ss.

"intelligente" [3]. In questo senso, un computer è in grado di comportarsi in maniera intelligente se riesce a compiere la scelta giusta piuttosto che quella sbagliata. A sua volta, la scelta considerata corretta è quella che più probabilmente massimizza l'utilità desiderata. Detto in altri termini, l'intelligenza artificiale si riferisce ad un particolare insieme di tecniche, basate su algoritmi, che possono essere adottate per raggiungere risultati migliori.

Di recente, l'intelligenza artificiale ha acquisito importanza grazie a due fattori: la disponibilità di grandi quantità di dati e lo sfruttamento di tecniche basate sull'apprendimento induttivo degli algoritmi. I due fattori sono fortemente connessi tra loro. Infatti, se da un lato la grande disponibilità di dati dovuta alla digitalizzazione ha reso possibile l'implementazione dei sistemi di IA, dall'altro, senza le elevate capacità computazionali oggi disponibili questa enorme mole di dati non si sarebbe potuta sfruttare.

Grazie alle particolari tecniche di analisi, questi dati possono essere utilizzati per estrarre informazioni che non riguardano isolatamente il dato in sé, ma che derivano, soprattutto, dalle correlazioni che possono essere inferite tra loro. Si ha poi un ribaltamento rispetto alla logica deduttiva nell'analisi quando si pensa agli algoritmi di apprendimento automatico. Infatti, tradizionalmente, in un algoritmo di tipo "classico" o "sequenziale" vengono fornite una serie di istruzioni e l'algoritmo restituirà un determinato output, un risultato. Gli algoritmi di apprendimento automatico, invece, si basano su logiche di tipo induttivo: essi vengono alimentati dai dati, ricavando le regole da applicare dall'analisi di questi e costruendo un modello che possa fornire gli output [4].

Per questo gli algoritmi che implementano tecniche di IA sovente sono definiti opachi o poco trasparenti. L'algoritmo che prende la decisione, che trova la soluzione, che sceglie una strategia, non è l'algoritmo programmato, ma il modello computazionale che l'algoritmo ha modificato per renderlo più efficiente al fine di restituire la soluzione. Essi hanno la capacità di riprogrammarsi autonomamente, cambiando continuamente i processi decisionali, e questo li rende intrinsecamente poco trasparenti [5]. Inoltre, un aspetto importante di cui tenere conto è che i sistemi

---

[3] In ambito informatico, come noto, il problema di stabilire se un computer si comporta in modo intelligente viene risolto attraverso il c.d. *Turing Test*, dal nome del matematico che lo inventò nel 1950. Secondo questo test un computer viene invitato a fornire delle risposte ad alcune domande nell'ambito di un gioco (c.d. *imitation game*) al quale partecipano anche due esseri umani. Laddove non sia possibile distinguere le risposte date dal computer rispetto alle risposte fornite dagli altri partecipanti, al computer sarà attribuita la capacità di pensare: A.M. Turing, *Computing Machinery and Intelligence*, in *Mind*, 1950, vol. LIX(236), 433 ss. Per una spiegazione del saggio citato v. *Alan M. Turing. Macchine calcolatrici e intelligenza*, a cura di D. Marconi, Einaudi, 2025, *passim*.

[4] Per una spiegazione sul funzionamento degli algoritmi che implementano tecniche di intelligenza artificiale v. G. Sartor, *L'intelligenza artificiale e il diritto*, Giappichelli, 2022, *passim*.

[5] Sul tema, in generale, una classica lettura è quella di F. Pasquale, *The Black Box Society. The Secret Algorithms that Control Money and Information*, Cambridge, 2015. In dottrina sono state

di apprendimento automatico non forniscono spiegazioni rispetto alla decisione che hanno assunto e non sempre è possibile "smontare" l'algoritmo per capire in che modo sia arrivato a restituire una determinata soluzione (c.d. *reverse engineering*) [6]. Pur esistendo numerose ricerche volte ad estrarre da questi sistemi informazioni che possano spiegare come funzionino, i risultati non sono ancora soddisfacenti. Allo stato dell'arte, sono riconosciuti come interpretabili e facilmente comprensibili solo alcuni sistemi di IA.

Per contrastare le conseguenti criticità, le istituzioni europee hanno scelto di emanare un regolamento che adotta un approccio basato sul rischio, classificando i sistemi di IA in sistemi vietati, sistemi ad alto rischio e altri sistemi, in base all'impatto che questi possono avere sui diritti fondamentali [7]. Per bilanciare questo scopo con quello di incentivare lo sviluppo e l'uso dell'intelligenza artificiale attraverso la creazione di un clima di fiducia verso questi strumenti, le diposizioni più caratterizzanti dell'AI Act si applicano ai soli sistemi di IA classificati come sistemi ad alto rischio [8]. Tra queste si annoverano gli stringenti requisiti riguardanti la predisposizione di un sistema di gestione del rischio, obblighi riguardanti la *governance* dei dati, obblighi di documentazione tecnica (*ex ante*) e di conservazione delle registrazioni (*ex post*), obblighi di informazione nei confronti degli utenti, obblighi riconducibili al principio della supervisione umana e prescrizioni in merito alla resilienza dei sistemi.

Per quanto concerne l'applicazione degli obblighi previsti in relazione ai sistemi di IA ad alto rischio nel settore finanziario [9], sono contemplati unicamente due

individuate tre forme di opacità degli algoritmi: J. Burrell, *How the machine 'thinks': Understanding opacity in machine learning algorithms*, in *Big Data & Society*, 2016, vol. 3(1), 1 ss.

[6] Cfr. K. Johnson, F. Pasquale, J. Chapman, *Artificial Intelligence, Machine Learning, and Bias in Finance: Toward Responsible Innovation*, in *Fordham L. R.*, 2019, vol. 88(2), 499 ss., i quali rilevano che "unlike traditional algorithm […] much of contemporary AI is either opaque or so complex that an effort to explain its "reasoning" would be about as useful as a map of all the synapses and other chemical reactions in the brain that occur when, say, a manager decides whether to grant or deny an employee's request for a vacation day" (*ivi*, 507).

[7] Per un primo commento sull'AI Act v., ad esempio, R. Petruso, G. Smorto, *Il Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale: una prima lettura*, in *Nuova giur. civ. comm*., 2024, 989 ss.; prima della sua approvazione definitiva v. G. Finocchiaro, *La regolazione dell'intelligenza artificiale*, in *Riv. trim. dir. pubbl*., 2022, 1085 ss.

[8] Sono classificati sistemi di IA ad alto rischio quelli che costituiscono componenti di sicurezza di un prodotto, o quelli che sono essi stessi prodotti, disciplinati dalle normative europee elencate nell'allegato I e i sistemi di IA c.d. indipendenti elencati nell'allegato III.

[9] Per alcune considerazioni sull'impatto dell'AI Act nel settore finanziario v. M. Rabitti, A. Sciarrone Alibrandi, *La Proposta di Regolamento europeo sull'intelligenza artificiale nel prisma del settore finanziario: uno sguardo critico*, in *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, a cura di M. Passalacqua, Cedam, 2022, 469 ss.; G. Schneider, *La proposta di regolamento europeo sull'intelligenza artificiale alla prova dei mercati finanziari: limiti e prospettive (di vigilanza)*, in *Resp. civ. prev*., 2023, 1014 ss.

utilizzi dell'intelligenza artificiale nell'ambito della categoria riguardante l'accesso a servizi privati essenziali. Più precisamente, questi sono i sistemi di IA destinati a essere utilizzati per valutare l'affidabilità creditizia delle persone fisiche o per stabilire il loro merito creditizio e i sistemi di IA utilizzati per adottare decisioni riguardo l'ammissibilità alle assicurazioni sanitarie e a quelle sulla vita.

Per i sistemi di IA diversi da quelli ad alto rischio, l'AI Act prevede esclusivamente un obbligo di trasparenza, stabilendo che quelli che interagiscono direttamente con le persone fisiche vanno progettati e sviluppati in modo tale che queste siano informate del fatto che stanno interagendo con un sistema di IA. Tuttavia, sempre con riguardo al settore finanziario, nella maggior parte dei casi, il sistema di IA è utilizzato dall'intermediario al fine di supportare le proprie decisioni e non direttamente dal cliente [10].

Ad una prima analisi dell'AI Act, dunque, restano esclusi dall'applicazione della disciplina riguardante i sistemi di IA ad alto rischio tutti quei sistemi utilizzati nell'ambito della prestazione dei servizi e delle attività di investimento [11]. L'approccio del legislatore europeo è limitato dal suo stesso obiettivo, ovverossia la protezione dei diritti fondamentali.

Non va però trascurato il fatto che l'AI Act si pone come un primo standard normativo in tema di intelligenza artificiale e che, con tutta probabilità, gli obblighi previsti per i sistemi di IA ad alto rischio costituiranno un metro di valutazione della diligenza dell'impresa nell'eventualità di danni causati dall'utilizzo di questi sistemi [12], anche considerando la natura generale di tali obblighi e il fatto che lo stesso AI Act incoraggia l'elaborazione di codici di condotta volti a promuovere l'applicazione volontaria a tutti i sistemi di IA di alcuni, o anche tutti, i requisiti previsti per quelli ad alto rischio [13].

Per altro, occorre tenere a mente che la regolamentazione finanziaria già prevede diversi e capillari obblighi per le imprese di investimento e che, pur non tenendo conto specificamente dell'utilizzo di sistemi di IA nella prestazione dei servizi di investimento, può offrire alcune risposte ai rischi che questi sistemi possono porre. Ciò viene anche ricordato dal considerando n. 80 dello stesso AI Act, il quale afferma che "la legislazione dell'Unione in materia di servizi finanziari comprende

[10] Sul punto, v. C. Sandei, *Intelligenza artificiale e diritto dei mercati finanziari: responsabilità e informazione. Riflessioni a margine di alcuni provvedimenti*, in *La finanza nell'età degli algoritmi*, a cura di L. Ammannati, A. Canepa, Giappichelli, 2023, 125-126.

[11] A meno che non rientrino tra i sistemi di IA basati su modelli per finalità generali (c.d. sistemi *general purpose*), che sono classificati in base alla possibilità che creino un "rischio sistemico" e per i quali l'AI Act detta specifiche norme (v. il capo V dell'AI Act).

[12] Si vedano le considerazioni di N. Abriani, voce *Intelligenza artificiale e diritto societario*, in *Società*, diretto da C. Angelici, con G. Ferri *jr*, M. Stella Richter *jr*, in *Enc. dir. I tematici*, IX, Giuffrè, 2025, 627 ss., il quale analizza alcune disposizioni dell'AI Act in relazione alla loro rilevanza per il diritto societario.

[13] Art. 95 dell'AI Act.

regole e requisiti in materia di governance interna e di gestione dei rischi che sono applicabili agli istituti finanziari regolamentati durante la fornitura di tali servizi, anche quando si avvalgono di sistemi di IA". Va infine tenuto presente il fatto che la prestazione dei servizi di investimento è un'attività di impresa capillarmente regolata e che le norme che la presidiano sono neutre rispetto alle modalità attraverso cui il servizio venga prestato. Pertanto, pur prendendo atto dell'inapplicabilità dell'AI Act, non si può nemmeno concludere che l'utilizzo di tali sistemi sia privo di qualsiasi regolamentazione.

3. *Progettazione del sistema di IA e adeguatezza dei dati di addestramento*

L'elevata autonomia e l'adattabilità che connotano i sistemi di IA sollevano in primo luogo il tema della progettazione dell'algoritmo e della sua conformità alle norme poste dalla disciplina della prestazione dei servizi di investimento. È noto, infatti, che questo settore si contraddistingue per l'analitica regolamentazione dell'attività d'impresa e pare evidente che anche laddove l'impresa di investimento utilizzi un sistema di IA esso dovrà essere conforme a queste regole.

E se, da un lato, l'utilizzo dell'intelligenza artificiale può comportare dei benefici per coloro che usufruiscono di un servizio di investimento, non va trascurato che i sistemi di IA possono essere inficiati da errori, vuoi perché gli errori cognitivi che tipicamente affliggono le decisioni umane vengono trasferiti sull'algoritmo, vuoi perché esso stesso è affetto da errori dovuti ai dati quantitativamente o qualitativamente scarsi usati per l'addestramento [14]. Che il problema sia reale, del resto, è ben testimoniato dallo stesso AI Act, che prevede un sistema di *governance* e gestione dei dati di addestramento, che deve essere adeguato alle finalità per cui si prevede di utilizzare i sistemi di IA ad alto rischio.

Sebbene tali norme non siano applicabili, come accennato, va considerato che la disciplina dei servizi di investimento è caratterizzata dalla presenza di numerose regole di condotta e regole di organizzazione che sono idonee a porre alcuni limiti alla progettazione degli algoritmi e al loro utilizzo.

Talune disposizioni rinvenibili nell'ambito della disciplina dei servizi di investimento, sebbene non direttamente emanate per disciplinare l'impiego dell'intelligenza artificiale, possono contribuire a fornire qualche soluzione alle criticità

[14] Esemplare in questo senso il caso di Eric Loomis, condannato da una Corte distrettuale dello stato del Wisconsin ad una pena detentiva molto severa determinata in base al punteggio determinato dal sistema COMPAS (*Correctional Offender Management Profiling for Alternative Sanctions*), utilizzato negli Stati Uniti per calcolare il rischio di recidiva degli imputati, basato su un algoritmo di tipo predittivo. In particolare, nella fase di appello, Loomis contestò il carattere discriminatorio del sistema utilizzato a causa della sua predisposizione a perpetrare pregiudizi basati sul genere e sulla razza. In tema v. F. Lagioia, G. Sartor, *Il sistema COMPAS: algoritmi, previsioni, iniquità*, in *XXVI lezioni di Diritto dell'Intelligenza Artificiale*, a cura di U. Ruffolo, Giappichelli, 2021, 226 ss.

determinate dalla necessità che l'addestramento degli algoritmi sia basato su dati quantitativamente e qualitativamente adatti allo scopo per il quale viene utilizzato.

In questo quadro, va preliminarmente considerato che i maggiori problemi si rinvengono in relazione agli algoritmi di profilazione che, nel caso della prestazione dei servizi di investimento, possono essere utilizzati nella valutazione di adeguatezza e di appropriatezza. In tale ambito è noto come i sistemi di IA siano particolarmente avanzati, anche grazie alle possibilità di utilizzo dei dati ricavabili dalle numerose tracce che tutti lasciamo utilizzando il web. Gli istituti finanziari dispongono poi di una grande quantità di dati relativi ai propri clienti, dati che vengono innanzi tutto raccolti proprio nella fase della loro profilazione, durante la quale gli intermediari raccolgono informazioni dettagliate sulle loro caratteristiche personali, sulle conoscenze ed esperienze finanziarie, sulla situazione finanziaria, sulla capacità di sopportare perdite, sulla tolleranza al rischio e sugli obiettivi di investimento. Tali informazioni, poi, potranno essere riutilizzate per l'addestramento successivo dei sistemi di IA volti alla profilazione stessa dei clienti oppure, ad esempio, per i sistemi di IA volti a determinare il mercato target di riferimento degli strumenti finanziari, come prescritto dalle regole in tema di *product governance* [15].

Che i dati utilizzati per addestrare i sistemi di IA siano qualitativamente corretti può essere in parte garantito da quelle norme poste dal Regolamento delegato (UE) 2017/565 [16], del quale alcune prescrizioni sono in grado di assumere una portata incisiva rispetto al tema qui tratteggiato, soprattutto laddove la raccolta delle informazioni avvenga in ambiente digitale.

Il Regolamento delegato prescrive che le imprese di investimento debbano adottare misure ragionevoli affinché le informazioni raccolte dai clienti siano attendibili. Tra le misure elencate, per quanto qui interessa, ovverosia la qualità delle informazioni raccolte, assumono senz'altro rilevanza quelle che impongono di assicurarsi che il cliente sia consapevole dell'importanza di fornire informazioni accurate e aggiornate e quelle che prevedono l'adozione di azioni per assicurare la coerenza delle informazioni fornite dal cliente [17]. Particolare attenzione viene dedicata, poi, proprio al momento della raccolta e alla necessità che le domande siano poste in maniera tale da essere comprese dai clienti. Tale disposizione è ulteriormente integrata dagli Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della

[15] In tema, v. F. Cambiano, D. Colonnello, M. Siri, *Il* target market *nella disciplina della* product governance *quale presidio di tutela dell'investitore* retail, in *Quaderni giuridici Consob*, n. 34, luglio 2025, 90 ss.

[16] Si tratta del Regolamento delegato che integra la direttiva 2014/65/UE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda i requisiti organizzativi e le condizioni di esercizio dell'attività delle imprese di investimento e le definizioni di taluni termini ai fini di detta direttiva.

[17] Art. 54, par. 7, regolamento delegato (UE) 2017/565.

MiFID II dell'ESMA [18]. L'ESMA, sia in ambito generale, sia con puntuali riferimenti alla consulenza automatizzata, prende in considerazione alcune delle criticità in esame. In particolare, in relazione alle informazioni utilizzate, contempla la necessità di rendere edotto il cliente del livello e dell'estensione dell'intervento umano e i casi in cui potrà essere chiesto; del fatto che le informazioni fornite influiranno direttamente sulla determinazione dell'idoneità delle decisioni di investimento raccomandate o adottate; delle fonti di informazione utilizzate per fornire il servizio e delle circostanze in cui i dati saranno aggiornati [19].

Sul versante normativo, un'apertura del bacino informativo che può essere utilizzato è stata già significativamente impressa con l'approvazione della direttiva 2015/2366/UE (*Payment Service Directive II*, c.d. PSD2), che ha disciplinato i cc.dd. *third party providers*, potenziato la circolazione delle informazioni nell'ambito dei servizi di pagamento e inaugurato uno scenario battezzato con la locuzione *open banking*. Un ulteriore ampliamento dei dati utilizzabili potrà poi venire dall'approvazione della Proposta di regolamento relativo a un quadro per l'accesso ai dati finanziari che, sulla scorta di quanto già realizzato con la PSD2, consentirebbe alle entità finanziarie di sfruttare appieno i dati in loro possesso e di cogliere le opportunità offerte dalla digitalizzazione dei servizi finanziari (c.d. *open finance*) [20].

Non va poi dimenticato che, trattandosi di dati personali, troveranno applicazione anche le norme dettate dal GDPR, ove si rinvengono alcuni principi che possono ricondursi alla qualità dei dati. Si pensi, in particolare, all'art. 5, che prevede che questi debbano essere adeguati, pertinenti e limitati rispetto alle finalità per le quali sono trattati, nonché esatti e, se necessario, aggiornati.

Nell'ambito della prestazione di un servizio di investimento per altro, i sistemi di IA non vengono utilizzati solo in relazione alla profilazione dei clienti e, anzi,

---

[18] ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, ESMA 35-43-3172, aprile 2023.

[19] Oltre a queste puntualizzazioni, particolare attenzione viene prestata al metodo con cui dovrebbe essere costruito il questionario, attraverso alcuni orientamenti che tengono evidentemente conto delle risultanze degli studi di finanza comportamentale. In tema v. N. Linciano, P. Soccorso, *La rilevazione della tolleranza al rischio degli investitori attraverso il questionario*, in *Discussion Papers Consob*, luglio 2012.

[20] Proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio relativo a un quadro per l'accesso ai dati finanziari, COM(2023) 360 final, Bruxelles, 28 giugno 2023 (c.d. "Financial Data Access" o "FIDA"). Sulla c.d. *open finance*, v. V. Falce, *Verso l'*Open Finance e S. Firpo, M. Rabitti, Digital financial strategy *tra regole e mercato*, entrambi in *Dall'*open banking *all'*open finance. *Profili di diritto dell'economia*, a cura di V. Falce, U. Morera, Giappichelli, 2024, 1 ss. e 85 ss.; M.T. Paracampo, Big Data, *algoritmi e tecnologie emergenti: le applicazioni di intelligenza artificiale nei servizi finanziari*, in *Fintech. Introduzione ai profili giuridici di un mercato unico tecnologico dei servizi finanziari*[2], vol. I, a cura di M.T. Paracampo, Giappichelli, 2021, 119 ss.

vengono in rilievo tipologie di algoritmi diverse che possono ad esempio essere utilizzati nella fase di finalizzazione degli ordini o nella *product governance*.

In relazione ai dati di addestramento la progettazione di questa tipologia di sistemi appare meno problematica. Non tanto perché non rilevi l'utilizzo di dati personali (anzi, come detto, ben potrebbero essere utilizzati dati storici dei clienti una volta anonimizzati per addestrare sistemi di IA utilizzati ad esempio per elaborare il mercato target in relazione ad uno strumento finanziario come richiesto dalla MiFID II), ma, piuttosto, perché la disciplina dei mercati finanziari conosce e regola la disseminazione dei dati relativi agli emittenti e dei dati di mercato, creando pertanto un ambiente favorevole all'utilizzo di sistemi di IA. Basti pensare alle norme dedicate alle informazioni borsistiche [21] o, anche, all'introduzione di una disciplina appositamente dedicata ai servizi di comunicazione dei dati attinenti al mercato, basata sul presupposto che la raccolta, lo stoccaggio e la messa a disposizione al pubblico e alle autorità competenti siano essenziali per garantire la trasparenza dei mercati e l'efficienza del processo di formazione dei prezzi [22]. Altresì, si può pensare alle numerose informazioni che gli emittenti quotati devono trasmettere al mercato, affinché questo svolga la sua funzione informativa, indispensabile per garantire la corretta allocazione delle risorse finanziarie [23]. Inoltre, va anche constatato come la correttezza di tali informazioni (e quindi la qualità dei dati) sia garantita anzi tutto dai poteri di vigilanza in capo alle Autorità di settore e dai poteri sanzionatori alle stesse affidati.

4. *L'opacità dell'algoritmo e il paradigma della trasparenza*

Una delle caratteristiche con cui occorre confrontarsi quando si parla di sistemi di IA concerne l'opacità dello strumento, tema che è assai complesso, tanto dal punto di vista tecnico, quanto, conseguentemente, dal punto di vista giuridico.

Quanto al primo, si è detto che una delle caratteristiche principali dei sistemi di IA – quantomeno di quelli più complessi – risiede nel fatto che l'algoritmo che restituisce l'output è l'algoritmo di secondo livello, ovverossia quello che è stato

[21] Ci si riferisce qui, in particolare, al regime della c.d. *transaction reporting* delle operazioni finanziarie. Già con la MiFID I si era introdotto un regime armonizzato di segnalazione delle informazioni relative alle operazioni in strumenti finanziari. Con l'impianto normativo composto dalla MiFID II e dal MiFIR l'applicazione del regime di *transaction reporting* è stata significativamente ampliata sia dal punto di vista quantitativo, sia dal punto di vista dei soggetti obbligati.

[22] Sul punto v. C. Sandei, *La regolazione dei servizi finanziari di comunicazione dati in Europa e negli Stati Uniti: problemi e prospettive di riforma sul punto*, in *Banca borsa tit. cred*., 2020, I, 835 ss.

[23] Per una panoramica degli obblighi di trasparenza *pre* e *post* negoziazione v. N. Moloney, *EU securities and financial markets regulation*[4], Oxford, OUP, 491 ss.

programmato dall'algoritmo di primo livello. Ciò comporta che è tecnicamente difficile riuscire a capire come sia stato programmato e, allo stato della tecnica, operazioni di c.d. *reverse engineering* sono possibili solo in relazione ad una parte di sistemi di IA. Anzi, è stato rilevato che i sistemi di IA più efficaci sono proprio quelli più opachi (un tipico esempio di sistema opaco è quello basato su tecniche di *deep learning*).

A fronte di questo problema e di quello relativo alla possibilità che l'utente finale sappia che sta interagendo con un sistema di IA, molte sono le voci che invocano la necessità di una trasparenza, declinata però in modi diversi [24].

Anche la giurisprudenza ha iniziato ad occuparsi del problema con soluzioni diverse. Ad esempio, quella amministrativa è orientata nel prevedere un obbligo di ostensione del codice sorgente dei programmi utilizzati nell'ambito di procedimenti amministrativi basati su decisioni algoritmiche, sia perché considerati alla stregua di un atto amministrativo o di un documento amministrativo, oggetto del diritto di accesso ai sensi della legge n. 241/1990, sia, più genericamente, per il principio della trasparenza dell'agire della pubblica amministrazione [25].

Ad esempio, nel contenzioso originato dal piano straordinario di assunzioni previsto dall'art. 1, co. 108, della legge n. 107/2015 (c.d. "Buona scuola"), ove era stata rimessa ad un algoritmo la decisione sui trasferimenti e sulle assegnazioni del personale scolastico, è stato stabilito che una procedura automatizzata nel cui ambito un algoritmo conduca alla decisione finale è ammissibile, purché sia garantita la "piena conoscibilità a monte del modulo utilizzato e dei criteri applicati" o, ancora, che sia necessario assicurare che la decisione amministrativa automatizzata avvenga in maniera trasparente, attraverso la conoscibilità dei dati immessi e dell'algoritmo medesimo e che "il giudice deve poter sindacare la stessa logicità e ragionevolezza della decisione amministrativa robotizzata, ovvero della "regola" che governa l'algoritmo" [26]. La giurisprudenza sembra, dunque, richiedere una trasparenza dell'algoritmo in sé, ovverossia del codice informatico.

La Corte di Cassazione, in relazione ad un caso relativo al trattamento di dati personali automatizzato e alla necessità di ottenere un consenso consapevole dell'interessato ai sensi dell'art. 23, d.lgs. n. 196/2003, applicabile *ratione temporis*, ha invece statuito che "quando […] i dati personali sono destinati ad essere 'lavorati' da un algoritmo, dovrà dunque anche tale modalità essere coperta dal consenso. Pertanto, nella vicenda in esame, ad integrare i presupposti del 'libero e specifico' consenso, affinché esso sia legittimo e valido, è richiesto che l'aspirante associato sia in grado di conoscere l'algoritmo, inteso come procedimento affidabile per ottenere un certo risultato o risolvere un certo problema, che venga

[24] Nel contesto finanziario v., ad esempio, K. Johnson, F. Pasquale, J. Chapman, cit., 499 ss.

[25] F. Bravo, *Trasparenza del codice sorgente e decisioni automatizzate*, in *Dir. inform*., 2020, 693 ss.

[26] Cons. St., sez. VI, 13 dicembre 2019, n. 8472, reperibile nella banca dati *OneLegale*.

descritto all'utente in modo non ambiguo ed in maniera dettagliata, come capace di condurre al risultato in un tempo finito" precisando poi che il procedimento seguito dall'algoritmo, "come spiegato con i termini della lingua comune, sia altresì idoneo ad essere tradotto in linguaggio matematico è tanto necessario e certo, quanto irrilevante: ed invero, *non è richiesto né che tale linguaggio matematico sia osteso agli utenti, né, tanto meno, che essi lo comprendano*" [27] (enfasi aggiunta). La Corte, contrariamente all'orientamento della giurisprudenza amministrativa, ritiene dunque che il codice sorgente non debba essere fornito e che sia sufficiente che all'utente vengano spiegate le modalità di funzionamento dell'algoritmo.

La questione ha trovato il suo apice in relazione ai trattamenti automatizzati di dati personali e al c.d. diritto ad ottenere una spiegazione (*right to explanation* o *explainability*) [28]. Sebbene il GDPR non contenga alcun riferimento esplicito ad un simile diritto, gran parte della dottrina ne ha sempre affermato l'esistenza, ritenendolo condizione necessaria per garantire l'effettività dei poteri e delle tutele previste dal regolamento, sicché sarebbe essenziale, in una logica di sistema, garantire la trasparenza tanto della logica applicata al trattamento, quanto delle ragioni che giustificano il risultato. La Corte di giustizia dell'UE si è di recente pronunciata sulla questione dell'interpretazione dell'inciso "informazioni significative sulla logica utilizzata" contento nell'art. 15, par. 1, lett. h), e sulla sua estensione, affermando che in caso di processo decisionale automatizzato, compresa la profilazione, l'interessato ha diritto ad una spiegazione della procedura e dei principi concretamente applicati per utilizzare, con mezzi automatizzati, i suoi dati personali al fine di ottenerne un risultato specifico, aggiungendo che, per consentirgli di esercitare i diritti previsti dal GDPR, l'informazione deve essere data in forma concisa, trasparente, comprensibile e facilmente accessibile [29].

Anche l'AI Act prevede, all'art. 86, un diritto di ottenere "spiegazioni chiare e significative sul ruolo del sistema di IA nella procedura decisionale e sui principali elementi della decisione adottata" che si applica, però, solo ad alcuni sistemi di IA

---

[27] Cass. civ., sez. I, ord. 10 ottobre 2023, n. 28358; sulla pronuncia v. F. Cerea, *Trattamento algoritmico dei dati a fini reputazionali tra consenso dell'interessato e controllo* ex ante *di conformità al GDPR e all'AI act*, in *Resp. civ. prev*., 2023, 2005 ss.

[28] Come noto, l'iniziale questione che si era posta in relazione al diritto ad ottenere una spiegazione concerneva la sua stessa esistenza nel GDPR. Per la tesi che ne afferma l'esistenza v. G. Malgieri, G. Comandè, *Why a Right to Legibility of Automated Decision Making Exists in the General Data Protection Regulation*, in *International Data Privacy Law*, 2017, vol. 7(4), 243 ss.; A.D. Selbst, J. Powels, *Meaningful information and the right to explanation*, *ivi*, 2017, vol. 7(4), 233 ss.; *contra* S. Watchter, B. Mittelstadt, L. Floridi, *Why a Right to Explanation of Auto mated Decision-Making Does not Exist in the General Data Protection Regulation*, *ivi*, 2017, vol. 7(2), 76 ss.

[29] CGUE, 27 febbraio 2025, causa C-203/22, in *Nuova giur. civ. comm*., 972 ss., con nota di B. Parenzo, *"Informazioni significative" nei processi decisionali automatizzati: parla la Corte di Giustizia.*

ad alto rischio [30] e laddove la decisione adottata sulla base dell'output del sistema produca effetti giuridici o incida significativamente sull'interessato in un modo che esso ritenga avere un impatto negativo sulla sua salute, sulla sua sicurezza o sui suoi diritti fondamentali [31].

5. *Opacità, trasparenza e mercati finanziari*

Il quadro relativo alle istanze connesse alla trasparenza e alla "spiegabilità" dei processi automatizzati va però considerato nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento e analizzato alla luce delle risultanze empiriche acquisite dalla psicologia comportamentale applicate alle scelte degli investitori.

Nel settore dei servizi di investimento è infatti pervasivo l'utilizzo della *disclosure regulation*, tecnica basata sull'assunto che l'investitore agisca in maniera razionale e che, pertanto, una volta fornitegli tutte le informazioni utili a compiere una scelta di investimento consapevole, egli compirà la scelta più razionale. Questo assunto è stato successivamente messo in dubbio dall'economia comportamentale, che ha sottolineato come queste non siano scelte razionali e come siano inficiate da scorciatoie cognitive (cc.dd. euristiche) insite nei processi decisionali degli individui, le quali determinano errori sistematici (i cc.dd. *bias*), spiegando così alcune anomalie osservabili nelle scelte di investimento [32]. L'economia comportamentale ha così dimostrato l'incapacità di raggiungere gli obiettivi per i quali l'informazione stessa viene fornita [33]. È infatti sulla base di questi rilievi che il modello regolatorio, pur senza mai abbandonare del tutto il metodo basato sugli oneri informativi, ha poi assunto un approccio diverso accompagnandoli con misure di altro tipo.

---

[30] Quest'obbligo, infatti, viene previsto solo in relazione ai sistemi elencati nell'allegato III (con l'eccezione di quelli di cui al punto 2).

[31] V. F. Lagioia, G. Sartor, sub *art. 86*, in *Intelligenza artificiale. Commentario*, a cura di A. Mantelero, G. Resta, G.M. Riccio, Wolters Kluwer, 2025, 760 ss.

[32] Sui rapporti tra diritto ed economia comportamentale v. F. Vella, *Diritto ed economia comportamentale*, Il Mulino, 2023, *passim*.

[33] G. Liace, *L'investitore tra deficit informativi e* bias *comportamentali*, in *Banca impr. soc*., 2018, 445 ss.; N. Linciano, *Errori cognitivi e instabilità delle preferenze nelle scelte di investi mento dei risparmiatori* retail. *Le indicazioni di* policy *della finanza comportamentale*, in *Quaderni di Finanza Consob*, gennaio 2010; U. Morera, *Legislatore razionale versus investitore irrazionale: quando chi tutela non conosce il tutelato*, in *AGE*, 2009, 77 ss. Più in generale, sull'incapacità della *disclosure regulation* di raggiungere gli obiettivi per cui viene posta v. O. Ben-Shahar, C.E. Schneider, *The Failed of Mandated Disclosure*, in *University of Pennsylvania L. R.*, 2011, vol. 159(3), 647 ss. e, più diffusamente, in *More Than You Wanted to Know: The Failure of Mandated Disclosure*, Princeton, PUP, 2014.

La questione, poi, nell'ottica dell'utilizzo di sistemi di IA nella prestazione di un servizio di investimento solleva ulteriori perplessità, legate al fatto che il rischio per l'investitore non deriva qui solo dalle condizioni relative al servizio, ma anche dal processo con cui vengono predeterminate tali condizioni e, perciò, dalla progettazione del sistema di IA.

In altre parole, appare dubbio che fornire informazioni sul sistema di IA o sulla logica utilizzata dallo stesso per generare l'output possa assistere l'investitore nel compiere una scelta razionale di investimento e ne permetta la tutela. Occorre per altro considerare che, allo stato della tecnica – come si è detto – ben pochi sono i sistemi di IA non opachi e che, in secondo luogo, anche laddove venisse stabilito l'obbligo di fornire simili informazioni, pochi avrebbero le conoscenze necessarie per comprendere e interpretare tali informazioni e che, andando queste ad aggiungersi a quelle che già vengono fornite sull'impresa di investimento, sul servizio fornito e sugli strumenti finanziari, è forte il rischio di una c.d. *information overloading*.

Un ulteriore aspetto da tenere in considerazione risiede poi nella tutela del segreto commerciale, prevista dalla direttiva (UE) 2016/943 sulla protezione del know-how riservato e delle informazioni commerciali riservate (recepita nel nostro ordinamento con il d.lgs. 11 maggio 2018, n. 63, che ha modificato gli artt. 98 e 99 del Codice della proprietà industriale). L'algoritmo, infatti, potrà facilmente possedere i requisiti previsti per integrare la fattispecie del segreto commerciale: è probabile, infatti, che le informazioni relative alla progettazione e al codice sorgente siano mantenute segrete, che queste abbiano valore economico in quanto segrete e che saranno sottoposte a misure da ritenersi ragionevolmente adeguate a mantenerle segrete. Del resto, anche l'AI Act impone livelli diversi di trasparenza, bilanciandola con la necessità di tutelare il segreto commerciale [34].

Appare perciò più congruo che, a parte i casi in cui un obbligo informativo sia già disciplinato, sia previsto un obbligo di informare il cliente che si sta utilizzando un sistema di IA, ma senza ulteriori informative estese rispetto al sistema di IA. Considerato poi che l'attività delle imprese di investimento è sottoposta alla vigilanza delle Autorità nazionali, pare più utile invece prevedere obblighi di comunicazione nei loro confronti, dotandole di poteri che consentano di richiedere specifiche informazioni nel caso di utilizzo di sistemi di IA.

[34] Si veda, ad esempio, il considerando n. 88 dell'AI Act. Sulla possibilità di superare il conflitto tra l'imposizione di un regime di trasparenza e la tutela del segreto commerciale v. G. Scognamiglio, S. Pugliese, *Decisioni d'impresa interamente automatizzate: esiste un diritto alla trasparenza degli algoritmi?*, Paper presentato al XV Convegno annuale dell'Associazione Italiana dei Professori Universitari di Diritto Commerciale "Orizzonti del Diritto Commerciale", 2024, 1 ss., reperibile al seguente indirizzo: *orizzontideldirittocommerciale.it*.

6. *Autonomia dell'algoritmo e imputazione della responsabilità*

Un altro tema che si è posto in relazione all'utilizzo dei sistemi di IA è legato al loro grado di autonomia nell'assumere una certa decisione e concerne la possibilità di attribuire al sistema di IA una sorta di soggettività giuridica e, conseguentemente, di imputare ad esso il danno che derivasse da un suo malfunzionamento.

Sebbene sia senz'altro vero che manifestino un elevato grado di autonomia tanto nell'elaborazione dell'algoritmo che genera le risposte o le raccomandazioni, quanto nella scelta stessa della risposta ritenuta più efficiente, è però discutibile attribuire ai sistemi di IA un livello di consapevolezza rispetto alle decisioni assunte che possa essere qualificato come volontà, tale per cui essi sarebbero capaci di agire intenzionalmente e coscientemente.

È però altrettanto vero che l'elevata autonomia manifestata dai sistemi di IA dischiude alcuni problemi e, in particolare, la difficoltà di rinvenire un criterio certo di imputazione dell'evento dannoso al soggetto che lo utilizza. Infatti, proprio questa rilevante autonomia sembrerebbe idonea a spezzare il nesso di causalità tra la condotta e l'evento dannoso.

Un ulteriore e connesso problema è dato dal fatto che il malfunzionamento del sistema di IA potrebbe essere dovuto a cause diverse, aventi origine in momenti diversi della "catena di produzione" del sistema di IA [35]. Nelle varie fasi che vanno dalla scelta dei dati per alimentare il sistema di IA, e che passano poi per la progettazione dell'algoritmo, la sua codificazione e il collaudo, l'errore algoritmico potrebbe infatti risiedere in momenti diversi e, a complicare la situazione, vi è anche il fatto che molteplici sono i soggetti che concorrono a formare questa "catena di produzione" [36]: *data brokers*, ideatori e sviluppatori del sistema di IA, soggetti programmatori del software in cui viene incorporato il sistema, imprese che poi utilizzano il sistema di IA a supporto delle proprie attività. L'individuazione dell'errore che ha causato il malfunzionamento del sistema di IA diventa così un'operazione estremamente complicata a causa dell'opacità intrinseca di questi soggetti e, conseguentemente, anche dell'individuazione del soggetto cui attribuire la responsabilità del malfunzionamento, magari soggetto a regimi di responsabilità civile diversi.

In relazione a questi problemi era stata paventata la possibilità di attribuire ai sistemi di IA una sorta di soggettività giuridica [37]; prospettiva che è stata presto

---

[35] In tema v. N.F. Frattari, *Robotica e responsabilità da algoritmo. Il processo di produzione dell'intelligenza artificiale*, in *Contr. impr.*, 2020, 458 ss.

[36] Si veda l'AI Act, che, nel disciplinare gli obblighi previsti per i sistemi ad alto rischio, li differenzia anche in ragione dei diversi operatori che partecipano a questa catena di produzione (fornitore, deployer, rappresentante autorizzato, importatore e distributore).

[37] Risoluzione del Parlamento europeo del 16 febbraio 2017 recante raccomandazioni alla Commissione concernenti norme di diritto civile sulla robotica (2015/2103 (INL)), P8_TA(2017)0051, punto 59, lett. f).

abbandonata [38], posto che questa soluzione avrebbe creato più problemi di quanti sarebbe riuscita a risolverne. Infatti, anche ammettendo che possa essere attribuita una soggettività giuridica al sistema di IA, questa avrebbe poco senso se non venisse individuato un patrimonio col quale lo stesso dovrebbe rispondere dei danni eventualmente provocati, senza contare le possibili "fughe" dalla responsabilità dei soggetti coinvolti e il rischio di azzardo morale che si potrebbe creare con l'istituzione di un nuovo (e diverso) soggetto responsabile.

Molti studi, poi, si sono concentrati sulla responsabilità extracontrattuale, spesso assumendo che il sistema di IA fosse incorporato in un oggetto. Questa impostazione ha fortemente condizionato la dottrina, che, nella ricerca di un criterio di imputazione adatto a rispondere alle criticità dovute all'elevata autonomia di cui i sistemi di IA sono dotati, ha privilegiato una loro visione come agenti, piuttosto che come strumenti [39].

Se si considera però l'utilizzo che viene fatto dei sistemi di IA da parte dell'impresa nell'ambito della propria attività e al fine di prestare un servizio, si può senz'altro rilevare che il sistema di IA si pone come un mezzo utilizzato per eseguire una prestazione, uno strumento di cui l'impresa si avvale che, per altro, non modifica il soggetto con cui si instaura la relazione contrattuale, che rimarrà sempre l'impresa che svolge il servizio di investimento [40]. Ciò è anche confermato in tema di valutazione di adeguatezza, ove si esplicita che laddove i servizi di consulenza in materia di investimenti o di gestione del portafoglio siano prestati attraverso un sistema automatizzato o semiautomatizzato, la responsabilità della valutazione di adeguatezza compete all'impresa di investimento e "non è ridotta dal fatto di utilizzare un sistema elettronico per formulare la raccomandazione personalizzata o la decisione di negoziazione" [41].

Questo dato, per altro, rimane vero anche se l'impresa di investimento decida di affidare ad un soggetto terzo la fornitura del software, in cui è incorporato l'algoritmo, per la prestazione del servizio o di una sua parte, quale ad esempio il

---

[38] Si veda il parere negativo CESE, *L'intelligenza artificiale. Le ricadute del l'intelligenza artificiale sul mercato unico (digitale), sulla produzione, sul consumo, sull'occupazione e sulla società*, 2017/C 288/01, agosto 2017, parr. 1.12 e 3.33; la Risoluzione del Parlamento europeo del 20 ottobre 2020, recante raccomandazioni alla Commissione su un regime di responsabilità civile per l'intelligenza artificiale, nonché il report dell'Expert Group on Liability and New Technologies, *Liability for Artificial Intelligence and Other Emerging Digital Technologies*, November 2019, 37 ss.

[39] V. per tutti G. Teubner, *Soggetti giuridici digitali? Sullo status privatistico degli agenti* software *autonomi*, a cura di P. Femia, Esi, 2019.

[40] Cfr. A. Guaccero, *Automazione dei processi e dei servizi, imputazione e responsabilità*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian, C. Sandei, Wolters Kluwer-Cedam, 2020, 59; A. Perrone, *Intelligenza artificiale e servizi di investimento*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. Costa, A. Mirone, R. Pennisi, P.M. Sanfilippo, R. Vigo, vol. II, t. II, Giappichelli, 2021, 721 ss.

[41] Art. 54, par. 1, regolamento delegato (UE) 2017/565.

software che elabora il profilo di rischio dell'investitore o quello che analizza i dati relativi alle sedi di esecuzione al fine di selezionare quella su cui andranno eseguiti gli ordini impartiti dai clienti.

La MiFID II prevede che, laddove decida di esternalizzare l'esecuzione di funzioni operative essenziali, l'impresa debba adottare misure ragionevoli per evitare un aggravamento del rischio operativo. La qualificazione della elaborazione e gestione di un algoritmo che si inserisca in una o più fasi della prestazione del servizio di investimento quale funzione operativa essenziale può trovare conferma nella stessa definizione contenuta nella normativa delegata, ove è descritta nei seguenti termini: "una funzione operativa è considerata essenziale o importante se un'anomalia nella sua esecuzione o la sua mancata esecuzione comprometterebbero gravemente la capacità dell'impresa di investimento di continuare a garantire la conformità alle condizioni e agli obblighi della sua autorizzazione o agli altri obblighi imposti dalla Direttiva 2014/65/UE oppure ne comprometterebbero gravemente i risultati finanziari o la solidità o la continuità dei servizi e attività di investimento prestati o esercitati" [42]. Considerate le potenzialità e i rischi dell'utilizzo di sofisticate tecnologie, non sembra remoto il rischio che una errata progettazione del sistema di IA possa compromettere la singola fase o finanche il servizio rispetto ai quali esso è utilizzato e che ciò si traduca in una incapacità dell'impresa di investimento di rispettare gli obblighi imposti dalla MiFID II e, in particolare, di quelli previsti dalle regole di condotta [43]. Se così fosse, per tornare al tema dell'imputazione della responsabilità del danno cagionato da un malfunzionamento del sistema di IA, va rilevato che l'esternalizzazione non determina una delega della responsabilità da parte dell'impresa e che, in particolare, non può alterare il rapporto e gli obblighi dell'impresa stessa nei confronti dei clienti, così rafforzando la tesi che individua quale responsabile ultimo per il malfunzionamento, nell'ambito della prestazione del servizio, sempre l'impresa di investimento.

Una ulteriore conferma che l'utilizzo di un sistema di IA nella prestazione di un servizio di investimento non modifichi l'imputazione dell'attività e la conseguente responsabilità, che rimane in capo all'impresa di investimento, può trovarsi nel Regolamento (UE) 2022/2554 relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (c.d. Regolamento DORA) [44]. Come noto, questo Regolamento disciplina la materia della sicurezza informatica delle imprese finanziarie a prescindere dal tipo di tecnologia utilizzata, obbligando le entità finanziarie ad istituire un quadro di gestione e di controllo interno che garantisca una gestione efficace e prudente

[42] Art. 30, par. 1, regolamento delegato (UE) 2017/565.

[43] Cfr. M. Maugeri, *Esternalizzazione di funzioni aziendali e "integrità" organizzativa nelle imprese di investimento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 439 ss.

[44] Per un inquadramento sul Regolamento DORA v. C. Sandei, *Il regolamento Dora: principi, regole e limiti del nuovo* Framework *europeo per una gestione efficace del rischio itc nel settore finanziario*, in *Dir. comm. dig*., 2024, I, 167 ss.

di tutti i rischi informatici, sul presupposto che il crescente grado di digitalizzazione e interconnessione raggiunto grazie allo sviluppo delle tecnologie dell'informazione e della comunicazione (TIC) amplifichi i rischi informatici del settore finanziario. Il Regolamento DORA si occupa anche di fornire alcune regole volte ad indirizzare la gestione, da parte delle imprese finanziarie, dei rischi informatici derivanti dall'esternalizzazione a fornitori terzi di servizi TIC a supporto delle loro funzioni essenziali o importanti e, in questo quadro, ribadisce all'art. 28, par. 1, che "le entità finanziarie che hanno stipulato accordi contrattuali per l'utilizzo di servizi TIC per lo svolgimento delle proprie operazioni commerciali rimangono sempre pienamente responsabili del rispetto e dell'adempimento […] dalla normativa applicabile in materia di servizi finanziari". Con ciò viene confermato il principio, già affermato negli Orientamenti dell'EBA in materia di esternalizzazione, che l'affidamento dei servizi tecnologici al di fuori dell'organizzazione aziendale non può mai comportare un trasferimento della responsabilità per l'inosservanza delle regole imposte dalla regolamentazione finanziaria in capo al fornitore del servizio TIC [45].

L'aver individuato il soggetto imputabile nell'impresa di investimento, per altro, non risolve tutti i problemi. Infatti, l'utilizzo di un sistema di IA basato su logiche non deterministiche pone alcuni rilevanti questioni in relazione alla responsabilità derivante da inadempimento, alla prova del nesso di causalità dovuti alla capacità di auto-programmarsi di cui sono dotati tali sistemi e alla possibilità, prima di tutto tecnica e poi giuridica, di conoscere e comprendere il funzionamento intrinseco, nonché alla possibilità di accedere al codice sorgente utilizzato per programmare l'algoritmo. È perciò comprensibile che, anche al di là del profilo rimediale, la regolamentazione di questi sistemi sia ampiamente basata su presidi *ex ante* e che i rimedi, a loro volta, possano focalizzarsi sulla violazione di questi ultimi [46].

7. *Le regole di organizzazione*

A questo punto, se si considera il profilo rimediale, è noto che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento l'attenzione si è per lo più focalizzata sulla violazione degli obblighi informativi e delle regole di condotta. Tuttavia, questa impostazione rischia di essere una risposta insoddisfacente laddove la violazione della regola sia causata da un malfunzionamento del sistema di IA e ciò perché le regole di condotta sono pensate per agire sul piano della conformazione del

[45] In argomento v. A. Cardani, I. Girardi, *Impresa bancaria ed esternalizzazione di servizi tecnologici*, in questa *Rivista*, 2024, 594 ss., spec. 629 ss.

[46] Su tali profili v. G. Serafin, *Intelligenza artificiale, attività e responsabilità dell'impresa di investimento*, Giappichelli, 2025, 156 ss.

comportamento dell'intermediario rispetto al singolo atto, mentre l'utilizzo dei sistemi di IA avviene più a monte, nella fase di organizzazione del servizio stesso. Le regole di condotta, del resto, sono necessariamente neutre rispetto al modo in cui il servizio viene prestato; inoltre, sebbene il malfunzionamento del sistema di IA potrebbe riverberarsi nella violazione di una regola di condotta, l'elevata autonomia e l'opacità di questi sistemi comportano un allontanamento della decisione dalla sfera di controllo dell'impresa, rendendo più complessa la valutazione sull'esatto inadempimento dell'intermediario. Infine, non è detto che il malfunzionamento del sistema di IA coinvolga necessariamente – ad esempio – un servizio presidiato da regole di questa natura [47].

Occorre a questo punto considerare che, accanto alle regole dedicate all'attività, la disciplina degli intermediari finanziari annovera anche numerose regole di natura organizzativa e procedurale, che valorizzano la dimensione organizzativa dell'impresa. L'attenzione del legislatore origina dall'assunto per cui l'adozione di un sistema organizzativo adeguato costituisca il miglior presidio per garantire la sana e prudente gestione dell'intermediario e, in particolare, per garantire la correttezza e la trasparenza dei comportamenti nella prestazione dei servizi di investimento e perciò sul presupposto che un corretto contegno dell'intermediario nella relazione con la clientela non possa che realizzarsi attraverso un modello comportamentale precostituito da procedure interne [48].

Questa impostazione, già adottata con la direttiva 93/22/CEE, viene ribadita e rafforzata dalla MiFID I e dalla MiFID II, dove si nota la tendenza ad una elevata procedimentalizzazione anche delle singole regole di condotta. È di tutta evidenza, infatti, come la disciplina richieda in maniera sempre più pregnante l'adozione di misure e procedure atte a garantire il rispetto delle stesse regole di condotta. Si osserva così, pur nella distinzione tra queste e le regole di organizzazione, una sempre maggiore attenzione rivolta all'organizzazione di impresa volta a predeterminare i comportamenti da porre in essere nella prestazione dei servizi di investimento [49].

---

[47] Tenuto conto della molteplicità delle misure e procedure organizzative nella prestazione dei servizi di investimento, numerosi potrebbero essere i casi in cui potrebbe realizzarsi una loro violazione. A tal proposito si veda la casistica offerta da S. Costa, *Organizzazione dei servizi di investimento e rapporti con la clientela*, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, 66, cit., il quale si riferisce alle procedure in tema di *product governance*, sia per quanto concerne il produttore, sia il distributore; alle misure organizzative previste dalla disciplina sui conflitti di interesse; alla regola della *best execution* e, infine, anche alla regola relativa all'adeguatezza.

[48] Sulla rilevanza assunta dalle regole di organizzazione nella disciplina dei servizi di investimento v., per tutti, F. Annunziata, *La disciplina del mercato mobiliare*, XII ed., Giappichelli, 2023, 128-129 e 134-135.

[49] V. G. Scognamiglio, *Recenti tendenze in tema di assetti organizzativi degli intermediari finanziari (e non solo)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2010, I, 142 ss. Alle disposizioni contenute nella MiFID II si aggiungono poi quelle previste dal DORA che impone alle entità finanziarie di predisporre un

Nel quadro delineato dalla normativa, emerge come la prestazione del servizio di investimento da parte dell'intermediario si qualifichi anche per il modo in cui, all'interno dell'impresa, essa è organizzata e procedimentalizzata: la regola di comportamento deve essere anticipata a monte da presidi organizzativi che costituiscono il presupposto necessario per la sua corretta osservanza.

Questa tendenza è altresì evidente nel mutato contesto dei servizi di investimento che vedono un ruolo sempre più rilevante della tecnologia. Nell'ambito della consulenza finanziaria automatizzata l'ESMA, con i suoi Orientamenti, ha tratteggiato un quadro in cui è evidente l'approccio basato su regole di organizzazione. In particolare, l'Autorità di vigilanza europea osserva che, laddove le imprese di investimento ricorrano a software nell'ambito del processo di valutazione dell'adeguatezza, le stesse dovrebbero approntare sistemi e controlli adeguati, atti ad assicurare che tali strumenti siano conformi allo scopo; nonché adottare misure ragionevoli per attenuare i rischi legati al loro utilizzo. Per quanto concerne più precisamente l'utilizzo di algoritmi, poi, l'ESMA prescrive alle imprese di monitorare e verificare periodicamente gli algoritmi che contribuiscono a determinare l'adeguatezza delle operazioni raccomandate o intraprese per conto dei clienti [50].

Pare coerente con questa scelta di fondo del legislatore, allora, ritenere che laddove il malfunzionamento del sistema di IA abbia provocato un danno, la valutazione dell'inadempimento dell'intermediario possa focalizzarsi sulla violazione delle regole di organizzazione e, perciò, sull'accertamento della diligente predisposizione di misure organizzative idonee a garantire l'efficiente prestazione del servizio, come disposto dall'art. 21, co 1, lett. d) del t.u.f. [51] o, anche, potendo tali

"quadro di gestione e di controllo interno che garantisce una gestione efficace e prudente di tutti i rischi informatici […] al fine di acquisire un elevato livello di resilienza operativa digitale". Anche in questo caso la gestione dei rischi derivanti dall'utilizzo delle ICT viene perciò affidata a misure di carattere organizzativo.

[50] ESMA, *Orientamenti su alcuni aspetti dei requisiti di adeguatezza della MiFID II*, cit., 30.

[51] V. B. Inzitari, *Sanzioni Consob per l'attività in derivati: organizzazione, procedure e controlli quali parametri della nuova diligenza professionale e profili di ammissibilità delle c.d. "rimodulazioni"*, in *Giur. it.*, 2009, 1693 ss., il quale parla di "rinnovata dimensione dell'obbligo di diligenza", la cui prestazione "si qualifica non soltanto per il comportamento finale costituito dalla sua attività con il cliente, bensì si qualifica anche per il modo in cui all'interno dell'impresa-banca è stata organizzata, predisposta e procedimentalizzata l'attività della banca con la clientela"; P. Lucantoni, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, in *I contratti del mercato finanziario*, a cura di E. Gabrielli, R. Lener, II ed., in *Trattato dei contratti*, diretto da P. Rescigno, E. Gabrielli, Utet giuridica, 2011, 258-259, la quale fa notare come "i doveri di diligenza, correttezza e trasparenza sembrano, nella giurisprudenza teorica e pratica tradursi nell'obbligo di un'organizzazione adeguata che consente l'efficiente svolgimento dei servizi finanziari. In altre parole, la prestazione dell'intermediario si qualifica non soltanto per il comportamento finale costituito dalla sua attività con il cliente, ma anche per il modo in cui, all'interno dell'impresa/intermediario è stata "organizzata, predisposta e procedimentalizzata" l'attività finanziaria con la clientela"; G. Scognamiglio, cit., 152: l'A. osserva che il rispetto del principio di adeguatezza della struttura organizzativa dell'impresa rileva "anche nei rapporti fra l'intermediario ed i suoi clienti" e come ciò sia "testimoniato dal disposto dell'art. 21

regole rilevare come autonoma fonte di responsabilità [52].

Come è stato correttamente rilevato, seppur l'automazione non comporti novità significative con riferimento all'individuazione delle situazioni giuridiche soggettive meritevoli di tutela, essa incide senz'altro sull'atto o sul fatto originatore della lesione [53], sicché "l'impiego della tecnologia nell'espletamento del servizio parrebbe incidere non tanto sulla configurazione del danno, quanto piuttosto sulle ragioni e sui caratteri dell'inadempimento del prestatore del servizio ovvero sui

t.u.i.f., il cui comma 1°, lettera d), di recente modificato, obbliga i soggetti abilitati alla prestazione di servizi di investimento a disporre di risorse e procedure, anche di controllo interno, idonee ad assicurare l'efficiente svolgimento dei servizi", per poi concludere nel senso che "l'eventuale inosservanza di un siffatto obbligo, quand'anche non costituisca, di per sé sola, un'autonoma, specifica fonte e causa di responsabilità dell'intermediario per i danni patiti dal cliente, può tuttavia valere a connotare in termini di colpa, più o meno grave, la violazione da parte dell'intermediario stesso degli altri obblighi di comportamento a cui esso è tenuto in virtù del citato art. 21 t.u.i.f. Può inoltre valere, a mio avviso, a rendere "diabolica" la prova "di aver agito con la specifica diligenza richiesta", che l'intermediario convenuto dal cliente/investitore in un giudizio di risarcimento danni ha l'onere di fornire, per andare esente dalla responsabilità, ai sensi dell'art. 23, ultimo comma, t.u.i.f.: infatti, la diligenza e la correttezza, a cui l'intermediario è obbligato nei confronti del cliente, implicano anche la predisposizione di assetti organizzativi e di procedure interne adeguati al tipo di servizio prestato, alla dimensione dell'impresa, alla complessità della sua struttura, eccetera". Nell'ambito della disciplina dei conflitti di interesse v. D. Maffeis, *Forme informative, cura dell'interesse ed organizzazione dell'attività nella prestazione dei servizi di investimento*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, 575 ss., secondo il quale la prova della specifica diligenza professionale presuppone almeno la prova di aver predisposto e osservato tutte le misure legislative e regolamentari e la responsabilità della banca è ricollegata alla fase organizzativa dell'attività preparatoria dell'adempimento, sicché l'accertamento della responsabilità dipende da come sono state predisposte e rispettate le misure organizzative (*ivi*, 608-609).

[52] Seppur la rilevanza autonoma delle regole di organizzazione non è pacifica, poiché non è chiaro in quali termini i vizi funzionali dell'organizzazione possano produrre conseguenze sul piano esterno, si pronunciano per la tesi favorevole a dare rilievo alle pretese dirette dell'investitore anche solo in forza della violazione di norme di organizzazione: F. Annunziata, cit., 128 ss. e 135; M. Cera, *L'attività di intermediazione bancaria mobiliare e la disciplina contrattuale*, in *Banca borsa tit. cred*., 1994, I, 23 ss.; S. Costa, cit., *passim*; R. Costi, *Informazione e contratto nel mercato finanziario*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1993, 719 ss.; M. De Mari, *Diritto delle imprese e dei servizi di investimento*, Wolters Kluwer, 2018, 170; P. Morozzo Della Rocca, *Appunti sulla responsabilità dell'intermediario nel rapporto di gestione personalizzata di portafogli*, in *Riv. crit. dir. priv*., 1991, 865 ss.; L. Picardi, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Giuffrè, 2004, 376 ss.; G. Scognamiglio, cit., 137 ss.; A. Tucci, *Profili del contratto nell'investimento finanziario*, in *Riv. dir. comm*., 2016, I, 364. In relazione alla violazione delle regole organizzative in materia di conflitto di interessi v. anche U. Minneci, *Servizi di investimento e gradazione dei clienti*, Giuffrè, 2013, 76; A. Di Amato, *I conflitti di interesse degli intermediari finanziari nella prestazione dei servizi di investimento*, Esi, 2019, 119 ss. Il tema è stato anche affrontato anche in alcune decisioni dell'ACF, con le quali è stata ammessa la possibilità che la violazione delle norme di carattere organizzativo costituisca una violazione degli obblighi dell'intermediario verso i clienti; cfr., ad esempio, ACF, Decisioni n. 1416 del 19 febbraio 2019, n. 1557 del 23 aprile 2019 e n. 2095 dell'11 dicembre 2019, in tema di *trading online*.

[53] Aa.Vv., *La digitalizzazione della consulenza in materia di investimenti finanziari*, in *Quaderni FinTech Consob*, gennaio 2019, 74 ss.; cfr. anche C. Picciau, *La consulenza finanziaria automatizzata*, in *Diritto del Fintech*, a cura di M. Cian, C. Sandei, II ed., Wolters Kluwer-Cedam, 2024, 447.

profili più direttamente concernenti il nesso di causalità" [54]. Questo dato conferma che il nodo problematico rispetto all'utilizzo di un sistema di IA a supporto della prestazione di un servizio fa sì che non rilevi tanto la condotta dell'intermediario nella fase esecutiva del rapporto, bensì – più a monte – nella fase in cui ha origine l'inadempimento all'interno dell'organizzazione dell'impresa.

8. *Regole organizzative, assetti adeguati e responsabilità degli amministratori*

In un quadro più generale appare evidente *che i presidi organizzativi delineati dalla MiFID II e dalla regolamentazione di rango secondario prescrivono per le imprese di investimento* siano espressione di quel più ampio principio che impone la predisposizione di assetti organizzativi adeguati, riflettendosi su aspetti che attengono alla *governance* dell'impresa di investimento. In altre parole, non pare potersi dubitare che i requisiti organizzativi previsti dalla disciplina relativa alla prestazione dei servizi di investimento, nonché le misure idonee a garantirne la continuità e la regolarità, siano contigui alla fattispecie degli assetti adeguati, rappresentandone il contenuto.

La stessa MiFID II, all'art. 9, dedica particolare attenzione alle funzioni e ai doveri dell'organo di gestione delle imprese di investimento, richiedendo agli Stati membri di garantire che questo "definisca, sorvegli e risponda dell'applicazione di dispositivi di governance che garantiscano un'efficace e prudente gestione di un'impresa di investimento, comprese la separazione delle funzioni dell'impresa di investimento stessa e la prevenzione dei conflitti di interesse, e siano tali da promuovere l'integrità del mercato e gli interessi della clientela". Tra i dispositivi di *governance*, l'organo di gestione deve definire, approvare e controllare "l'organizzazione dell'impresa per la prestazione di servizi e attività di investimento e di servizi accessori, […] tenendo conto della natura, delle dimensioni e della complessità delle sue attività e di tutti i requisiti che essa deve soddisfare". Infine, l'organo di gestione "sorveglia e valuta periodicamente l'adeguatezza e l'attuazione degli obiettivi strategici dell'impresa nella prestazione di servizi e attività d'investimento e di servizi accessori, l'efficacia dei dispositivi di governance societaria dell'impresa di investimento e l'adeguatezza delle strategie relative alla prestazione di servizi ai clienti e prende i provvedimenti opportuni per rimediare ad eventuali carenze".

Le peculiarità del ricorso a tecnologie avanzate, dal punto di vista dell'impresa, si inseriscono in questo quadro, ripercuotendosi sull'obbligo dell'organo amministrativo dell'impresa di investimento di dotarsi di una struttura organizzativa

[54] C. Picciau, cit., 447.

adeguata. Così, tra i doveri dell'organo amministrativo dell'impresa di investimento va *specificamente* individuato quello di selezionare quell'assetto organizzativo adeguato in relazione all'utilizzo di sistemi di IA e in funzione del rispetto delle norme poste dalla disciplina sulla prestazione dei servizi di investimento [55].

Ciò, evidentemente, potrà avere delle ricadute in punto di responsabilità degli amministratori, potendosi delineare una responsabilità nei loro confronti derivante dall'inadeguatezza degli assetti adottati in relazione all'utilizzo di sistemi di IA nelle diverse fasi della prestazione di un servizio di investimento [56].

Il tema della responsabilità degli amministratori evoca poi quello relativo alla discussa possibilità di applicare la *business judgment rule* alle decisioni sugli assetti organizzativi. Infatti, sebbene sia pacifico che tale regola copra le scelte di merito relative alla gestione, non è altrettanto certo se la stessa vada applicata anche alle scelte organizzative riguardanti l'impresa. In breve, parte della dottrina è orientata a ritenere che il dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati sia coperto, al pari delle scelte di gestione, dall'applicazione della *business judgment rule*, trattandosi anche in questo caso di scelte gestorie, le quali si concretizzano nella definizione della struttura organizzativa con cui svolgere l'attività economica [57]. Secondo altra parte della dottrina, invece, il sindacato giudiziale dovrebbe essere più penetrante ed entrare nel merito delle scelte di natura organizzativa, saggiandone l'adeguatezza in relazione alle dimensioni e alla natura dell'impresa e in ragione del fatto che la predisposizione di assetti adeguati costituisce adempimento di un obbligo a contenuto specifico [58]. Per gli intermediari finanziari il discorso appare

---

[55] In generale, qualificano come specifico l'obbligo di predisporre gli assetti dopo la riforma societaria: I. Kutufà, *Adeguatezza e responsabilità gestoria*, in Aa.Vv.., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società.* Liber amicorum *Antonio Piras*, Giappichelli, 2010, 724; G. Dongiacomo, *Insindacabilità delle scelte di gestione, adeguatezza degli assetti ed onere della prova*, in *Responsabilità degli amministratori di società e ruolo del giudice*, a cura di C. Amatucci, Giuffrè, 2014, 45-46; A. Zanardo, *Delega di funzioni e diligenza degli amministratori nella società per azioni*, Cedam, 2010, 155.

[56] In tema di assetti societari e dei rimedi per la loro inadeguatezza, tra i tanti, v. M. Bianca, *Degli assetti societari e dei rimedi alla loro inadeguatezza*, in Aa.Vv.., *Crisi e insolvenze tra imprenditori, imprese e società*, t. I, Pacini Giuridica, 2025, 127 ss.; G. Meruzzi, *L'adeguatezza degli assetti*, in *Gli assetti e i modelli organizzativi delle società di capitali*, a cura di M. Irrera, Zanichelli, 2016, 41 ss.

[57] Si vedano, ad esempio, L. Benedetti, *L'applicabilità della* business judgment rule *alle decisioni organizzative degli amministratori*, in *Riv. soc*., 2019, 448 ss.; V. Calandra Buonaura, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore e diretto da R. Costi, Giappichelli, 2019, 300 ss.; M. Maugeri, *Note in tema di doveri degli amministratori nel governo del rischio di impresa (non bancaria)*, in questa *Rivista*, 2014, 23 ss. In giurisprudenza v. Trib. Roma 6-8 aprile 2020 e Trib. Roma 15 settembre 2020, in *Giur. comm.*, 2021, II, 1373, con nota di S. Fortunato.

[58] Si vedano, ad esempio, C. Amatucci, *Adeguatezza degli assetti, responsabilità degli amministratori e* Business Judgment Rule, in *Giur. comm*., 2016, I, 643 ss., spec. 664 ss.; M. Libertini, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*,

però in parte diverso alla luce del diritto positivo. Come si è rilevato, infatti, la disciplina prevede una serie di norme sulla *governance* dell'impresa e sulla necessaria predisposizione di un determinato assetto organizzativo. Se è vero che la regolamentazione degli intermediari finanziari si basa sull'assunto che l'adozione di un sistema organizzativo efficace e razionale costituisce il miglior presidio della correttezza e della trasparenza dei comportamenti nei confronti degli investitori, il principio di adeguatezza assumerà qui un ruolo più intenso, rappresentando il parametro attraverso cui valutare la struttura di governo societario adottata dall'impresa. Ciò, in ultima analisi, determina una maggiore istituzionalizzazione dei presidi organizzativi e porta il legislatore ad individuare espressamente le funzioni e i doveri degli organi societari e, soprattutto, dell'organo di gestione, finendo per incidere sul regime di responsabilità. Conseguentemente, nell'ambito della regolamentazione dell'intermediazione finanziaria, i diversi obblighi di natura organizzativa sostanziano e riempiono di contenuto quegli assetti organizzativi nominati dalla disciplina codicistica, *valendo a qualificare quel dovere come un dovere a contenuto specifico, escludono* la possibilità di applicarvi la *business judgment rule* [59].

Considerato il *core business* di un'impresa d'investimento, poi, è ragionevole ritenere che la stessa faccia affidamento su società terze al fine di dotarsi di sistemi di IA. Da questo punto di vista, va considerato che, laddove ricorra un'ipotesi di *outsourcing*, il margine di discrezionalità degli amministratori nelle scelte organizzative è ridotto dal fatto che la disciplina delegata prevede l'adozione di precise misure al fine di assicurare che le funzioni esternalizzate siano eseguite in maniera affidabile e professionale e, inoltre, che l'impresa di investimento debba sorvegliare l'esercizio delle funzioni o dei servizi esternalizzati ed essere in grado di gestire i rischi associati all'esternalizzazione. Dunque, anche l'*outsourcing* si presta ad essere apprezzato sotto il profilo della *governance* interna dell'impresa, ripercuotendosi sul dovere dell'organo amministrativo di predisporre assetti organizzativi adeguati al fine di garantire che le funzioni operative esternalizzate

in *Giur. comm*., 2021, I, 7 s.; A. Mirone, *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in questa *Rivista*, 2020, 35 ss.; P. Montalenti, *Assetti organizzativi e organizzazione dell'impresa tra principi di corretta amministrazione e* business judgement rule*: una questione di sistema*, in *NDS*, 2021, 9 ss.

[59] Seppur in ambito bancario, ritengono che il sindacato giudiziario sulle scelte degli amministratori debba essere più pervasivo: J.R. Macey, M. O'Hara, *The Corporate Governance of Banks*, in *FRBNY Economic Policy Review*, 2003, vol. 9(1), 91 ss.; P.A. Mc Coy, *The Notional Business Judgment Rule in Banking*, in *Catholic University L. R.*, 1995, vol. 44(4), 1031 ss. Da ultimo v. A. Mirone, *La responsabilità degli amministratori nelle società bancarie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2025, 397 ss., spec. 415 ss. Sulle decisioni organizzative in relazione all'utilizzo delle ICT, il Regolamento DORA prevede l'adozione di misure organizzative specifiche, anche in questo caso valendo ad escludere l'applicazione della BJR: cfr. A. Mirone, *La responsabilità degli amministratori nelle società bancarie*, cit., 417; C. Sandei, Fintech *e gestione del rischio informatico*, in *Diritto del Fintech*[2], cit., 34 ss.

soddisfino in ogni caso le condizioni e gli obblighi imposti dalla disciplina [60], nonché sulle responsabilità dell'organo stesso, dovendosi escludere che l'esternalizzazione comporti una delega in tal senso.

9. *Brevi riflessioni conclusive*

Per concludere, si può osservare come il rilievo della dimensione organizzativa dell'impresa abbia ricevuto una rilevante conferma dapprima con l'art. 2381 c.c., in cui si obbligano gli amministratori a predisporre assetti organizzativi, amministrativi e contabili adeguati alla natura e alle dimensioni dell'impresa e, più di recente, con l'introduzione del co 2 all'art. 2086 c.c., ove si prevede l'obbligo per tutti gli imprenditori, che operino in forma societaria o collettiva, di istituire un sistema organizzativo adeguato rispetto alla natura e alle dimensioni dell'impresa [61]. Tale dovere, poi, si colloca in una prospettiva funzionale e strumentale rispetto all'esercizio dell'attività economica, così evidenziando lo stretto rapporto tra attività di organizzazione e attività di esercizio dell'impresa [62]. In questa dimensione, appare perciò coerente ritenere che le regole organizzative poste a presidio della corretta prestazione dei servizi di investimento possano essere il referente in base al quale valutare la condotta dell'intermediario in relazione all'utilizzo di sistemi di IA.

---

[60] Cfr. M. Siri, *Intelligenza artificiale e resilienza operativa nel settore finanziario*, in *Intelligenza artificiale e diritto: una rivoluzione?*, a cura di A. Pajno, F. Donati, A. Perrucci, vol. 2, Il Mulino, 2022, 441 ss.

[61] In argomento, si vedano ad esempio R. Rordorf, *Gli assetti organizzativi dell'impresa ed i doveri degli amministratori di società delineati dal novellato art. 2086, comma 2, c.c.*, in *Società*, 2021, 1325 ss.; A. Mirone, *L'organizzazione dell'impresa societaria alla prova del codice della crisi: assetti interni, indicatori e procedure di allerta*, in questa *Rivista*, 2020, 23 ss.; S. Fortunato, *Codice della crisi e Codice civile: impresa, assetti organizzativi e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2019, 952 ss.

[62] Cfr. F. Pacileo, cit., 185, nonché F. Annunziata, *Intelligenza artificiale e comunicazione al mercato di informazioni privilegiate*, in *Giur. it.*, 2022, 2031 ss., in tema di responsabilità civile dell'emittente per violazione delle regole in materia di comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate in relazione all'uso dell'intelligenza artificiale nel processo di identificazione/gestione/*disclosure* di tali informazioni. Come è stato correttamente sottolineato, poi, la previsione codicistica non è del tutto estranea al tema della responsabilità in ambito civile e, anzi, le circostanze che hanno indotto il legislatore ad introdurre la norma sollecitano anche una riflessione sui modelli di responsabilità in cui incorre l'impresa per le conseguenze dannose derivanti dalla propria attività, potendo condurre ad una diversa valutazione dei rischi: M. Lobuono, *Gli assetti organizzativi dell'impresa: spunti per una riflessione di diritto civile*, in *Giust. civ.*, 2023, 825 ss. Cfr., poi, V. Buonocore, *Le nuove frontiere del diritto commerciale*, Esi, 2006, 199 ss., ove l'A. afferma che "la novità più 'nuova' della riforma delle società di capitali del 2003" è contenuta nell'art. 2381 c.c. e che "il tema dell'adeguatezza ha un senso se collegato al tema della responsabilità da 'inadeguatezza organizzativa, amministrativa, contabile, patrimoniale e tecnica' ovvero, accettando una certa impostazione, quello della inadeguatezza organizzativa tout court" (*ivi*, 210).

Il contenzioso climatico dal caso *Shell* all'approvazione del pacchetto "Omnibus I": note critiche

Climate litigation from the Shell *case to the adoption of the "Omnibus I" package: critical remarks*

Marco Baio*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-8

ABSTRACT

Partendo da un'analisi dei principi affermati dal tribunale e dalla corte d'appello di The Hague nel celebre "Caso *Shell*", il presente contributo si propone di evidenziare i punti di contatto tra tali pronunce e l'originario impianto della CS3D, con particolare attenzione agli obblighi di *due diligence* ambientale ed al connesso regime di responsabilità civile, da un lato, ed all'obbligo di adozione di un piano di transizione climatica allineato agli Accordi di Parigi, dall'altro. Fornita tale analisi, il contributo mira a rimarcare come la revisione della direttiva in commento alla luce dell'approvazione del c.d. "Pacchetto *Omnibus I*" rischi di produrre effetti contraddittori rispetto agli obiettivi dichiarati dal legislatore europeo: anziché ridurre il rischio di contenzioso e promuovere la competitività delle imprese europee, le modifiche approvate aumentano l'incertezza normativa, favoriscono il *greenwashing* e compromettono il livello di armonizzazione minima della materia faticosamente raggiunto con la CS3D, con il paradossale risultato di rendere più probabile l'instaurazione di nuove azioni giudiziarie.

Starting from an analysis of the principles set forth by the District Court and the Court of Appeal of The Hague in the landmark "Shell Case", this paper aims to highlight the points of convergence between those rulings and the original framework of the CS3D, with particular focus on environmental due diligence obligations and the related civil liability regime, on the one hand, and on the obligation to adopt a climate transition plan aligned with the

* Dottorando in *Legal Studies – Business and Social Law curriculum*, Università Bocconi; e-mail: marco.baio2@unibocconi.it.

Paris Agreement, on the other. Building on this analysis, the paper seeks to demonstrate that the revision of the directive following the adoption of the so-called "Omnibus I Package" risks producing effects that are contradictory to the objectives declared by the European legislator: rather than reducing the risk of litigation and promoting the competitiveness of European companies, the approved amendments increase regulatory uncertainty, encourage greenwashing, and undermine the minimum level of harmonization in this area, with the paradoxical result of making the initiation of new climate-related lawsuits more likely.

SOMMARIO:

1. Tendenze regressive in materia di *corporate climate responsibility*. – 2. Il "Caso *Shell*". – 3. I principali punti di contatto tra la versione originaria della CS3D e i principi formulati in *Shell*. – 4. La ridefinizione degli obblighi di dovuta diligenza: rilievi critici. – 4.1. La revisione degli obblighi di *due diligence*; da strumento di controllo preventivo a strumento di controllo reattivo. Relativo impatto sul contenzioso climatico. – 4.2. La revisione dell'art. 29 CS3D: profili interpretativi della *corporate climate responsibility* alla luce della vicenda *Shell*. – 5. L'eliminazione dell'obbligo di adozione di un piano di transizione climatica: tra rischio di *greenwashing* e mancata attuazione degli Accordi di Parigi.

1. *Tendenze regressive in materia di* corporate climate responsibility

Nell'ormai assai stratificato dibattito relativo alla responsabilità sociale dell'impresa – e nonostante persistenti incertezze sulla più puntuale individuazione dei c.d. "*stakeholders*" i cui interessi siano da ritenere meritevoli di protezione mediante norme funzionali a indirizzare le imprese di maggiori dimensioni verso una condotta responsabile sul piano sociale e ambientale [1] – è andata progressivamente

[1] Secondo autorevole dottrina, la nozione generale di *stakeholders* comunemente include *(i)* i soggetti che hanno realizzato investimenti propri per entrare in contatto con l'impresa (fornitori, lavoratori, consumatori), *(ii)* soggetti che, pur non avendo realizzato investimenti propri funzionali o connessi all'attività d'impresa subiscono esternalità (positive o negative) in conseguenza delle scelte gestionali dell'impresa; *(iii)* soggetti che hanno anche solo un interesse indiretto e di ordine morale in relazione alle scelte gestionali dell'impresa (M. Libertini, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, nt. 28). Più restrittiva sembra essere l'interpretazione che del termine fornisce il legislatore italiano, che nella categoria ricomprende "il soggetto o i gruppi di soggetti coinvolti, direttamente o indirettamente, dall'attività della società, quali lavoratori, clienti, fornitori, creditori, pubblica amministrazione e società civile" (cfr. art. 1, co. 378, lett. b), legge n. 208/2015). Il Codice di autodisciplina di Borsa Italiana (cd. "Codice di *Corporate Governance*"), pur indicando l'interesse degli *stakeholders* rilevanti per la società quale elemento che l'organo gestorio della stessa deve tenere in considerazione al fine del perseguimento del "successo sostenibile", non fornisce una definizione al riguardo (Borsa Italiana, Comitato per la *Corporate Governance*, *Codice di autodisciplina*, 2020). Stando poi al legislatore europeo, in tale categoria rientrerebbero i "dipendenti della società, dipendenti delle sue filiazioni e dei suoi partner commerciali, sindacati e rappresentanti dei lavoratori, persone fisiche o comunità i cui diritti o interessi sono o

consolidandosi l'opinione favorevole a non relegare il ruolo delle imprese, di promozione di valori (anche) non finanziari, a scelte meramente volontaristiche, ma a introdurre veri e propri obblighi di condotta idonei ad orientarne l'attività in modo giuridicamente rilevante [2].

potrebbero essere direttamente lesi dai prodotti, dai servizi e dalle attività della società, delle sue filiazioni e dei suoi partner commerciali, nonché i rappresentanti legittimi di tali persone fisiche o comunità" (cfr. direttiva (UE) 2024/1760 del Parlamento e del Consiglio Europeo del 13 giugno 2024, art. 3 (per come modificata dalla direttiva (UE) 2026/470 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 febbraio 2026) oggetto di attenzione del presente contributo, che nella versione originaria includeva in tale definizione anche "consumatori, gruppi e comunità (…) i dipendenti dei partner commerciali e i rispettivi sindacati e rappresentanti dei lavoratori, le istituzioni nazionali in materia di diritti umani e ambiente, le organizzazioni della società civile le cui finalità includono la protezione dell'ambiente", ora non più presenti. Singolare è peraltro che nella proposta formulata da parte della Commissione europea per l'adozione del cd. Pacchetto *Omnibus I* (su cui *infra*) nella categoria dei portatori di interesse consultati ai fini della formulazione della proposta sembrerebbero incluse anche le stesse imprese destinatarie della direttiva da ultimo citata (cfr. Proposta di direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio che modifica le direttive (UE) 2022/2464 e (UE) 2024/1760 del 26 febbraio 2025, 9).

[2] La dottrina italiana in tema di responsabilità sociale d'impresa è assai vasta e la materia, anche in ragione della sua intrinseca complessità, è analizzata secondo prospettive diverse: cfr., senza pretese di esaustività, C. Angelici, *Responsabilità sociale dell'impresa, codici etici e autodisciplina*, in *Giur. comm*., 2011, 159 ss.; Id., *Note minime sull'"interesse sociale"*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2014, 255 ss.; Id., *Divagazioni sulla responsabilità sociale d'impresa*, in *Riv. soc*., 2018, 3 ss. (sul carattere volontaristico della *corporate social responsibility* e sull'adesione delle grandi imprese ai corrispondenti principi); U. Tombari, *Corporate Social Responsibility (CSR), Environmental Social Governance (ESG) e "scopo della società*", in *Riv. dir. comm.*, 2021, 225 ss. (sul passaggio evolutivo dalla CSR quale teoria marcatamente volontaristica all'elaborazione dei criteri ESG quale strumento normativo di adesione vincolante della grande impresa societaria alle politiche di sostenibilità sociale ed ambientale); D. Stanzione, *Governo dell'impresa e comportamenti socialmente responsabili: verso un diritto societario della corporate social responsibility*, in *Riv. dir. comm.* 2022, 101 ss.; Id., *Scopo e oggetto dell'impresa societaria sostenibile*, in *Giur. comm.* 2022, 1023 ss. (sulla sostenibilità come criterio giuridicamente rilevante di interpretazione delle norme di diritto societario e principio strutturale di *governance* societaria); sulla "trasformazione" della sostenibilità da principio etico a categoria giuridica autonoma v. altresì G. Bevivino, *La responsabilità sociale delle imprese fra autonomia privata, nuovi obblighi di legge e prospettiva rimediale*, in *AGE*, 1/2018, 95 ss.; Id., *Dalla "responsabilità sociale di impresa" alla "sostenibilità": andata e ritorno*, in *Lav. dir.*, 2023, 475 ss.; S. Rossi, *Il diritto della Corporate Social Responsibility*, in questa *Rivista*, 2021, 99 ss.; cfr. inoltre M. Stella Richter *jr*, *Long-Termism*, *ivi*, 2021, 16 ss.; M. Libertini, *Impresa e finalità sociali*, cit., 1; Id., *Economia sociale di mercato e responsabilità sociale dell'impresa*, in questa *Rivista*, 2013, 18 ss.; Id., *Un commento al manifesto sulla responsabilità sociale d'impresa della Business Roundtable*, *ivi*, 2019, 627 ss.; P. Montalenti, *La società per azioni: dallo shareholder value al successo sostenibile. Appunti*, in C. Costa, A. Mirone, R. Pennisi, P. Sanfilippo, R. Vigo (a cura di), *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, vol. II, t. II, 2021, 671 ss.; Id., *Società, mercati finanziari e fattori ESG: ultimi sviluppi*, in *Corporate Governance*, 2022, 9 ss.; Id. *Impresa, sostenibilità e fattori ESG: profili generali*, in *Giur. it.*, 2024, 1190 ss.; Id., *Responsabilità sociale dell'impresa e sostenibilità*, in *Enc. dir.*, IX, *Società*, 2025, 925 ss.; G. Ferrarini, *Corporate Purpose and Sustainability*, *ECGI Law Working Papers n. 559/2020*, in *papers.ssrn.com*. Sul ruolo degli *stakeholders* e sul riconoscimento a loro favore di un diritto di "intromissione" nella gestione societaria v., tra altri (e con

Parallelamente (ed anche in conseguenza di una risposta dei legislatori nazionali alle istanze della società civile di disporre di una più specifica regolamentazione del rapporto tra impresa e cambiamento climatico evidentemente ritenuta insufficiente), sono andati moltiplicandosi i procedimenti contenziosi diretti a ottenere tutela risarcitoria per pretesi danni connessi all'esercizio non sostenibile dell'attività d'impresa. L'apice di questo fenomeno può dirsi segnato dalla decisione del 26 maggio 2021, con la quale il tribunale del distretto di The Hague ha ordinato a Royal Dutch Shell plc (RDS), società di diritto inglese con sede in Olanda, di ridurre le emissioni di CO_2 del gruppo del 45% rispetto ai livelli registrati nel 2019 entro il termine ultimo del 2030 [3].

In linea con i segnalati orientamenti, il quadro normativo europeo è andato significativamente evolvendo in forza di interventi certamente incisivi, con l'adozione di parametri e criteri ESG quali perno cui ancorare una "rivoluzione *green*" e con l'introduzione di obblighi di trasparenza e di *due diligence* strumentali a

varietà di posizioni) F. Denozza, A. Stabilini, *CRS and Corporate Law: The Case for Preferring Procedural Rules*, in *EBLR*, 2008, 1 ss.; F. Denozza, *Responsabilità dell'impresa e "contratto" sociale: una critica*, in L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari (a cura di), *Diritto, mercato e etica. Omaggio a Piergaetano Marchetti*, 2010, 269 ss.; Id., *Lo scopo della società: dall'organizzazione al mercato*, in questa *Rivista*, 2019, 615 ss.; Id., *Due concetti di "stakeholderismo"*, *ivi*, 2022, 37 ss.; E. Barcellona, *La riforma della corporate governance nella proposta di riforma del diritto europeo: a proposito dei limiti strutturali del cd. "stakeholderismo"*, in *Riv. soc.*, 2022, 1 ss.

[3] The Hague District Court, 26.5.2021, C/09/571932 / HAZA 19-379, ECLI:NL:RBDHA:2021:5339. Gli atti del giudizio di primo e secondo grado sono reperibili in *climatecasechart.com*. Oltre a quello in discussione, limitatamente ai contenziosi instaurati in territorio europeo nei confronti di privati sono da segnalare almeno l'azione proposta da Green Peace Onlus nei confronti di ENI s.p.a. e Cassa Depositi e Prestiti s.p.a., attualmente pendente in primo grado (Trib. Roma, sez. II civ., R.G. n. 26468/2023); quella di NGO ClientEarth contro gli amministratori di Shell Plc, per l'accertamento dell'insufficienza delle politiche adottate dalla società al fine di adeguarsi alla sentenza del tribunale olandese di cui nel testo (e rigettata dalla High Court of Justice inglese: ClientEarth vs. Shell, High Court of Justice 12 maggio 2023); l'azione della NGO francese *Les Amis de la Terre* nei confronti di Total, per inadeguatezza dell'attività di *due diligence* ambientale svolta in relazione al finanziamento di un progetto estrattivo in Uganda e Tanzania; l'azione promossa presso la corte distrettuale di Essen contro RWE AG, per la rifusione delle spese sostenute per far fronte agli effetti negativi prodotti dal cambiamento climatico sull'attività agricola dell'attore (Lliuya v RWE [2017] I-5 U 15/17 (Higher Court of Appeal in Hamm). Per una puntuale categorizzazione dei contenziosi climatici più noti sulla base delle loro principali caratteristiche (parti del giudizio, *petitum* e *causa petendi*, interessi coinvolti) cfr. London School of Economics Grantham Research Institute on Climate Change and the Environment, *Global trends in climate change litigation: 2025 snapshot*, 25 giugno 2025, in *lse.ac.uk*); v. anche Columbia Climate School Sabin Center for Climate Change Law, *Climate Change Litigation Database*, in *climatecasechart.com*. In dottrina v. L. Serafinelli, *Responsabilità extracontrattuale e cambiamento climatico*, 2024; G. Ghinelli, *Le condizioni dell'azione nel contenzioso climatico: c'è un giudice per il clima?*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2021, 1273 ss.; Id., *Standing, Justiciability, and Burden of Proof in Climate Litigation: Challenges and Proposals*, in *YSEC Yearbook of Socio-Economic Constitutions*, 2022, 147 ss.; S. Nespor, *La lunga marcia per un accordo globale sul clima: dal protocollo di Kyoto all'accordo di Parigi*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016, 81 ss.

garantirne la riuscita: il riferimento è, su tutti, alla dir. (UE) 2022/2464 in materia di *reporting* di sostenibilità (CSRD) e alla dir. (UE) 2024/1760 in materia di *due diligence* (CS3D), oltre al connesso regolamento (UE) 2020/852 (reg. Tassonomia), istitutivo di un sistema di classificazione delle attività sostenibili dal punto di vista ambientale.

Eppure, sullo sfondo di uno scenario geopolitico profondamente mutato e di una diversa sensibilità al problema delle interconnessioni tra impresa e cambiamento climatico, la spinta propulsiva che per lungo tempo ha sostenuto in Europa l'orientamento *green* sembra essersi repentinamente esaurita a cavallo tra il 2024 e il 2025, essendosi anzi registrate tendenze in senso anche marcatamente regressivo.

Sul versante normativo, questa tendenza è in particolare rappresentata dall'approvazione – ad un anno dall'avvio dei negoziati su proposta della Commissione europea – del c.d. pacchetto "*Omnibus I*", con cui il legislatore europeo, mosso dalla sopravvenuta e prevalente esigenza di promuovere, in un contesto internazionale sempre più incerto, la competitività e resilienza delle imprese europee mediante un alleggerimento degli obblighi, invero in alcuni casi eccessivamente gravosi, posti in capo alle imprese anche nella materia della dovuta diligenza ambientale, ha approvato le proposte di revisione della CSRD e della CS3D [4].

Quasi parallelamente, sul versante contenzioso, nel novembre 2024 la corte d'appello di The Hague, in accoglimento delle censure di RDS alla sentenza di primo grado, ha statuito l'insussistenza (in capo al gruppo *Shell* o ad altre società) di alcun obbligo di riduzione, in qualsivoglia prestabilita misura percentuale ed entro il termine del 2030, delle emissioni prodotte [5].

La battuta d'arresto che appare così segnata sul fronte dell'evoluzione della materia della *corporate climate responsibility* offre l'occasione per una lettura della riveduta CS3D attraverso la lente delle sentenze olandesi richiamate. I punti di contatto che è possibile individuare tra alcuni degli spunti e delle osservazioni formulati in queste ultime e la versione originaria della CS3D (*infra*, 2 e 3) giustificano infatti dubbi in merito alla razionalità delle modifiche approvate dai co-legislatori europei e alla loro coerenza con gli obiettivi cui tutt'ora e nonostante tutto la direttiva

[4] Direttiva (UE) 2026/470 del Parlamento europeo e del Consiglio del 24 febbraio 2026. Come indicato nel testo, l'approvazione della stessa costituisce l'atto conclusivo di un percorso di semplificazione iniziato, per quanto riguarda il contenuto della CS3D e della CSRD, con la proposta di semplificazione della Commissione europea del 26 febbraio 2025. Parallelamente ai negoziati, e stante la necessità di ridurre, per quanto possibile, l'incertezza normativa necessariamente conseguitane, il Parlamento europeo ha approvato, il 17 aprile 2025, la direttiva cd. "*Stop the Clock*" (direttiva (UE) 2025/794), che posticipa l'entrata in vigore della CS3D, rinviando di un anno, dal 26 luglio 2026 al 26 luglio 2027, il termine di recepimento da parte degli Stati membri e posticipando inoltre dal luglio 2027 al luglio 2028 l'avvio della prima fase applicativa degli obblighi imposti dalla direttiva alle imprese di maggiori dimensioni.

[5] Court of Appeal of The Hague, 200.302.332/01, in *uitspraken.rechtspraak.nl*.

formalmente aspira [6], sollecitando una valutazione dei possibili riflessi che tali modifiche sembrano in grado di dispiegare sul piano, in particolare, del contenzioso climatico (*infra*, 4 e 5).

2. Il "Caso Shell*"*

Oggetto del giudizio di primo grado, instaurato presso il tribunale de L'Aia da un gruppo di associazioni non governative olandesi e di privati cittadini coordinati dalla NGO Milieudefensie Friends of the Earth Netherlands (Milieudefensie), era l'accertamento della sussistenza di un obbligo di RDS di ridurre le emissioni aggregate di CO_2 e la definizione dei relativi termini di adempimento [7].

Tenuto conto delle disposizioni degli Accordi di Parigi, dell'art. 191 T.F.U.E. e dell'accordo sul clima del governo olandese (che impone cooperazione tra imprese, società civile e lo Stato per la riduzione del 49% delle emissioni entro il 2030), nonché della successiva legge sul clima (*Climate Act*, che ha integrato l'accordo introducendo l'ulteriore obiettivo di riduzione delle emissioni fino al 95% entro il 2050 [8]), l'analisi del tribunale si sviluppa in forza dell'inquadramento della questione posta dagli attori all'interno del regime dell'illecito civile e della conseguente interpretazione della condotta di RDS sulla base del parametro di diligenza di cui all'art. 162, libro VI del codice civile olandese, ai sensi del quale "chiunque commetta un atto illecito ad egli imputabile nei confronti di un altro soggetto è tenuto a risarcire il danno che tale soggetto abbia sofferto in conseguenza dell'illecito. Per atto illecito si intende la lesione di un diritto altrui in violazione di un obbligo imposto dalla legge o di una condotta che debba ritenersi socialmente richiesta sulla base di una legge non scritta, salvo che tale condotta risulti giustificata. Un atto illecito può essere imputato al soggetto che lo commette se esso deriva dalla negligenza di quest'ultimo o da altra circostanza di cui tale soggetto debba essere ritenuto responsabile per previsione normativa o sulla base di principi condivisi e dell'opinione comune" [9].

---

[6] Come si avrà modo di spiegare nel testo, quantomeno formalmente, la finalità della direttiva in commento di coinvolgere il settore privato nella transizione verde e nello sviluppo di un'economia europea di stampo sostenibile è tuttora ancorata all'introduzione di obblighi di dovuta diligenza in capo alle grandi imprese, funzionali, attraverso un approccio marcatamente anticipatorio e basato sul rischio, all'individuazione ed alla prevenzione dei c.d. "impatti negativi" che la loro attività ha sull'ambiente e, più in generale, sui diritti umani (cfr., in particolare, i considerando nn. 5, 6, 7, 8, 9, 10, 16, 20).

[7] The Hague District Court, cit., § 3.1.

[8] Klimaatwet, 253/2019, in *climate-laws.org*.

[9] Traduzione dell'A. Per le valutazioni del tribunale in merito alle eccezioni di rito sollevate da RDS in materia di giurisdizione, ammissibilità della *class action* proposta e sussistenza di un interesse

Valutando la condotta di RDS in base ai quattordici criteri [10] che secondo la giurisprudenza di legittimità concorrono, in materia di illecito civile, a definire lo standard di diligenza dovuta e a stabilire, in un dato contesto, se gravi in capo a un dato soggetto l'obbligo di adottare misure idonee a impedire che una specifica situazione potenzialmente pericolosa produca un danno ad altri, [11] il tribunale ha ritenuto sussistente in capo a RDS l'obbligo di ridurre le emissioni aggregate [12] di CO_2 del 45% rispetto ai livelli registrati nel 2019, fissando il termine ultimo del 2030 per il relativo adempimento e qualificando tale obbligo alla stregua di un'obbligazione *di risultato* quanto alla riduzione delle emissioni *dirette* del gruppo e di un'obbligazione *di mezzi* quanto alla riduzione delle emissioni *indirette* generate lungo la catena produttiva del gruppo [13].

Richiamate le principali disposizioni di *soft law* e le risultanze scientifiche maggiormente rilevanti in materia, [14] il tribunale evidenzia anzitutto il ruolo di RDS, in

---

ad agire in capo ai singoli attori, nonché di scelta della legge olandese quale legge applicabile alla controversia, cfr. le sez. 4.1, 4.2 e 4.3 della sentenza.

[10] E precisamente apprezzando (i) il ruolo di RDS quale soggetto deputato all'elaborazione della *corporate policy* del gruppo; (ii) il livello di emissioni di CO_2 del gruppo; (iii) le conseguenze di tali emissioni per i cittadini olandesi; (iv) i diritti umani rilevanti nel caso di specie; (v) i principi-guida delle Nazioni Unite su *Business and Human Rights* (*ultra*, nota 21); (vi) l'attività di controllo svolta da RDS con riferimento alle emissioni aggregate del gruppo; (vii) le condotte ritenute necessarie ai fini della prevenzione degli effetti negativi dell'attività del gruppo connessi al cambiamento climatico; (viii) le opzioni disponibili ai fini della riduzione delle emissioni; (ix) la necessità di bilanciare le concorrenti esigenze di riduzione delle emissioni e di accesso all'energia; (x) il sistema ETS (*Emission Trading System*) dell'Unione europea; (xi) l'effettività delle obbligazioni di riduzione delle emissioni; (xii) le responsabilità di stati e imprese in questo senso; (xiii) i costi connessi all'obbligo di ridurre le emissioni; (xiv) il criterio di proporzionalità con riferimento a tale obbligo.

[11] Cass. Paesi Bassi (Hoge Raad Nederlanden) 9885, 5 novembre 1965 (decisione "Kelderluik"), in *uitspraken.rechtspraak.nl*).

[12] Le emissioni di gas serra sono identificate in base alla classificazione del *World Resources Institute Greenhouse Gas Protocol* (*GHG Protocol*), distinguendo tra emissioni c.d. "*Scope 1*" (emissioni dirette prodotte da fonti possedute o comunque controllate in tutto o in parte dalla società emittente), "*Scope 2*" (emissioni indirette prodotte da terzi da cui la società interessata ha acquistato energia per il mantenimento della propria attività), e "*Scope 3*" (emissioni indirette risultanti dall'attività della società interessata e prodotte da terzi operanti lungo la catena di attività della prima).

[13] Cfr. The Hague District Court, cit., par. 4.1.4.

[14] Ead., par. 2.4, ove sono richiamate la Convenzione Quadro sul Clima delle Nazioni Unite del 1992, ai sensi del cui art. 7 è istituita e si tiene ogni anno la Conferenza delle Parti (COP – tra le più rilevanti collocandosi la COP3, del 1997, nel cui contesto è stato elaborato e sottoscritto il Protocollo di Kyoto, e la COP21, conclusasi con l'approvazione degli Accordi di Parigi); gli approdi dell'*Intergovernmental Panel on Cimate Change* istituito in seno alle Nazioni Unite (IPCC); lo *UN Environment Program* (UNEP); la *International Energy Agency*; gli Accordi di Parigi (e in particolare l'obiettivo generale di mantenimento dell'innalzamento delle temperature sotto i 2°C con riferimento al contesto preindustriale; la necessità, a tal fine, di progressivamente ridurre il consumo dei combustibili fossili fino alla completa eliminazione; la precisazione secondo cui, benché i soggetti privati non

qualità di società capogruppo, nella definizione e attuazione delle *policy* interne relative all'assunzione di impegni di riduzione delle emissioni e nelle conseguenti comunicazioni agli investitori [15], ritenendo insufficiente l'approccio da essa adottato, in base al quale l'adattamento della strategia di *business* agli obiettivi di contenimento del cambiamento climatico sarebbe dipeso dalla domanda di energia derivante da fonti più o meno sostenibili da parte del mercato [16]: visione ritenuta incoerente con la posizione di *leadership* di RDS all'interno del gruppo e da Shell nel mercato globale, comprovata dall'ammontare complessivo delle emissioni di gas serra riconducibili al gruppo [17], in ragione della quale RDS sarebbe tenuta ad adoperarsi *proattivamente* al fine della loro riduzione.

Inquadrata la lesione degli interessi lamentata dalle parti attrici nel più ampio contesto della lesione dei diritti umani, ed in risposta al rilievo di Milieudefensie secondo cui sussisterebbe per RDS l'obbligo di *rispettare* tali diritti ai sensi degli artt. 2 e 8 Cedu e degli artt. 6 e 17 dell'*International Covenant on Civil and Political Rights* delle Nazioni Unite [18], il tribunale afferma che, per quanto generalmente la tutela dei diritti umani attenga al rapporto verticale tra Stato e cittadini, essa rilevi anche ai fini della valutazione del rispetto da parte di RDS dello standard di diligenza di cui all'art. 162 c.c. olandese [19]. Più precisamente, avallando l'interpretazione secondo cui il diritto a vivere in un ambiente salubre rientra tra i diritti umani generalmente riconosciuti [20], la condotta di RDS è quindi esaminata attraverso le Linee Guida delle Nazioni Unite sui rapporti tra attività d'impresa e diritti umani [21] e delle Linee

possano essere considerati destinatari diretti degli Accordi, debba ritenersi gradito ogni loro impegno volto alla riduzione del relativo impatto ambientale).

[15] Il riferimento è all'*Energy Transformation Report* del 2018, pubblicato al fine di fornire ad investitori, governi e NGOs risposte in merito ai piani di transizione energetica del gruppo Shell, ed al *Responsible Investment Annual Briefing* del 2020, destinato agli investitori: The Hague District Court, cit., par. 2.5.

[16] The Hague District Court, cit., par. 2.5.20.

[17] The Hague District Court, cit., par. 4.4.4. – 4.4.8. (e cfr. i criteri interpretativi (i), (ii) e (iii) di cui alla nota 10.

[18] Assemblea Generale ONU, 16 Dicembre 1966, in *ohchr.org/en*.

[19] E v. il criterio interpretativo (iv) (nt. 10). L'interpretazione degli artt. 2 e 8 Cedu è allineata a quella di Cass. Paesi Bassi nella decisione "Urgenda" (19/00135, 20 dicembre 2019, in *uitspraken.rechtspraak.nl*) e dello *Special Rapporteur* delle Nazioni Unite, secondo cui tali disposizioni offrono protezione contro le conseguenze dannose prodotte dal riscaldamento globale e dal cambiamento climatico per effetto delle emissioni di CO_2.

[20] Lettura confermata dalla Corte europea dei diritti dell'uomo nella controversia *KlimaSeniorinnen v Switzerland*, con cui è stata espressamente riconosciuta l'insufficienza delle misure adottate dal governo elvetico in relazione alla riduzione delle emissioni di gas serra e, parallelamente, la rilevanza di tale condotta in relazione all'art. 8 della Cedu (Corte europea dei diritti dell'uomo, sent. 9 aprile 2024, ric. n. 53600/20, *Verein KlimaSeniorinnen Schweiz e altri c. Svizzera*, in *climatecasechart.com*).

[21] United Nations, *Guiding Principles on Business and Human Rights*, risol. 17/4, 16 giugno 2011.

Guida OCSE per le imprese multinazionali [22], le quali, in applicazione di un approccio basato sul rischio, prescrivono alle imprese lo svolgimento di un'indagine di natura valutativa degli effetti negativi della loro attività al fine di prevenirne la realizzazione o di ridurne l'impatto. Aderendo alla tesi secondo cui l'obbligo di *rispettare* i diritti umani costituisce uno standard globale di condotta che tutte le imprese sono tenute ad adottare indipendentemente dalla circostanza che gli Stati a loro volta rispettino il diverso obbligo di *proteggere* gli stessi diritti [23], si configurerebbe secondo il tribunale la doverosità di un comportamento attivo delle imprese, da attuarsi attraverso l'implementazione di *policy ad hoc* tendenti sia a evitare di causare, o contribuire a causare, la violazione di tali diritti, sia a prevenire o mitigare tale effetto e, più in generale, a permettere di raggiungere l'obiettivo di una riduzione delle emissioni di gas serra [24]. L'inosservanza di quest'obbligo di condotta integrerebbe perciò violazione dello standard di diligenza imposto dall'art. 162 c.c. olandese [25].

Pur riconoscendo la sussistenza di un ampio margine di discrezionalità per le imprese in merito a *come* raggiungere gli obiettivi di riduzione delle emissioni, il tribunale chiarisce inoltre che l'esercizio di tale discrezionalità non può spingersi sino al punto di non tenere in considerazione il consenso diffuso nella comunità scientifica riguardo alle azioni ritenute a tal fine più efficaci, sicché un'eventuale

---

[22] OECD, *Guidelines for Multinational Enterprises on Responsible Business Conduct*, 1976, da ultimo integrate nel 2023 con riferimento all'impatto ambientale dell'attività di impresa delle grandi società multinazionali.

[23] The Hague District Court, cit., par. 4.4.13, secondo cui, inoltre, nel caso di specie la responsabilità di rispettare i diritti umani sussiste a maggior ragione in quanto Shell aveva espressamente confermato sul suo sito web la sua adesione agli *UN Guiding Principles* (cfr. par. 2.5.22). La ripartizione tra Stati e privati del dovere, rispettivamente, di *proteggere* e *rispettare* i diritti umani – che influenza le Linee Guida ONU e OECD – costituisce il portato degli studi svolti dal Professor John Gerard Ruggie su incarico del Segretario Generale delle Nazioni Unite (J.G. Ruggie, *UN Special Representative of the Secretary-General on Human Rights and Transnational Corporations and Other Business Enterprises*, *Protect, respect and remedy: a framework for business and human rights: report of the Special Representative of the Secretary-General on the issue of human rights and transnational corporations and other business enterprises*, 2008, in *digitallibrary.un.org*). Più in particolare, i tre pilastri che secondo l'Autore dovrebbero sorreggere la costruzione di un impianto normativo volto alla effettiva tutela dei diritti umani sono (i) il dovere degli Stati di proteggere tali diritti dalle violazioni da chiunque perpetrate, comprese dunque anche le imprese, (ii) la responsabilità di queste ultime nel rispettare, nell'esercizio della propria attività, i diritti umani e, infine, (iii) la garanzia di una maggiore possibilità di accesso alla giustizia per i soggetti lesi (cfr. E. Frassinelli, *La responsabilità sociale d'impresa al vaglio delle corti: il contenzioso climatico*, in *Elsa Italy L. Rev.*, 2025, 304).

[24] The Hague District Court, cit., par. 4.4.15. Ciò a maggior ragione, sembra suggerire il Giudice olandese, in considerazione del fatto che RDS effettivamente conduce le attività di identificazione, *assessment* e monitoraggio dell'impatto delle proprie emissioni a livello aggregato ed è a conoscenza della pericolosità potenziale di tali emissioni (Ead., par. 4.4.20).

[25] Ead., par. 4.4.1.

divergenza dei provvedimenti in concreto adottati rispetto alle azioni che tale diffuso consenso avrebbe suggerito di porre in essere rileverebbe nella valutazione della condotta di RDS [26].

Letto lo standard di condotta attraverso questi criteri interpretativi – in linea con gli Accordi di Parigi i quali auspicano una partecipazione delle imprese alla lotta al cambiamento climatico [27] – il tribunale conclude nel senso dell'insufficienza degli impegni di riduzione assunti da RDS a livello di *policy* interne rispetto al raggiungimento degli obiettivi definiti dai suddetti Accordi. In particolare, la scelta di RDS di modulare il proprio impegno al contrasto del cambiamento climatico in funzione dell'intensità della richiesta del mercato in tal senso è ritenuta non conforme al dovere di tenere conto del consenso diffuso attorno all'esigenza di un intervento attivo delle imprese industriali di maggiori dimensioni per il raggiungimento di tale obiettivo. La condotta attendista di Shell avrebbe così violato il dovere di diligenza *ex* art. 162 c.c. olandese [28], e ciò indipendentemente dal fatto che il livello di emissioni del gruppo alla data della decisione non potesse ritenersi di per sé illecito [29].

Nel giudizio d'appello la censura della pronuncia di primo grado emerge con la statuizione dell'insussistenza per RDS di alcun obbligo di ridurre le emissioni aggregate in alcuna prestabilita misura percentuale entro il 2030. Accogliendo la domanda di annullamento della pronuncia di primo grado relativamente alle emissioni *scope 1* e *scope 2*, la corte ha rimarcato che – fermo il generale obbligo di riduzione delle emissioni in linea con gli Accordi di Parigi – l'ammissibilità di una sentenza di condanna ad un *facere* è necessariamente vincolata, se non alla violazione di un obbligo giuridicamente rilevante, alla sussistenza del rischio concreto di violazione dello stesso ("*impending violation of a legal obligation*"): rischio non ravvisato nel caso di specie [30]. Con riferimento alle emissioni *scope 3*, pur non escludendo la sussistenza di un obbligo di RDS di relativa riduzione lungo la *value chain*, la corte ha ritenuto insussistente un dovere di riduzione del 45% (o di ogni altra misura), una simile soglia percentuale non potendosi ritenere univocamente

[26] Ead., par. 4.4.26 – 4.4.39.

[27] L'invito alla partecipazione dei membri della società civile e delle imprese alla transizione verde è esplicitato ai parr. 133 e 134 della cd. *Paris Decision*, i.e. il documento (non vincolante) contenente i principi generali sulla cui base sono stati adottati gli Accordi di Parigi, che di esso formalmente costituiscono un allegato.

[28] Cfr. The Hague District Court, cit., parr. 4.5.1 – 4.5.3.

[29] Ead., par. 4.5.8.

[30] Dai documenti di causa risulterebbe infatti un impegno di Shell a ridurre le emissioni entro il 2030 e con riferimento al 2016, non sussistendo, diversamente da quanto prospettato da Milieudefensie, elementi sufficienti per poter ritenere attuale il rischio che tale impegno venga nel prossimo futuro disatteso o che le *policy* interne di Shell vengano modificate in senso peggiorativo (cfr. Court of Appeal of The Hague, cit., par. 7.63 – 7.66).

appropriata per il caso di specie e non avendo Milieudefensie provato in quali termini questa specifica soglia di riduzione avrebbe tutelato l'interesse da essa ritenuto leso [31].

Nonostante l'esito del procedimento, restano assai significative le chiare affermazioni – benché in *obiter dicta* – di alcuni principi in materia di partecipazione delle imprese private al contrasto al cambiamento climatico e la forte apertura alla possibilità di pretendere anche da soggetti privati una condotta conforme a tale obiettivo [32]. La pronuncia suggerisce infatti che la circostanza che alla data della decisione le disposizioni normative in materia di obblighi di riduzione delle emissioni fossero direttamente indirizzate solo agli Stati non sia in principio ostativa della possibilità di pretendere anche dai privati una condotta coerente con i predetti obiettivi [33], in linea con lo standard di diligenza imposto dal codice civile olandese e con gli impegni assunti con gli Accordi di Parigi [34]. D'altro canto, come la corte d'appello pure evidenzia, le imprese europee sono effettivamente tenute all'obbligo in discussione, avendo l'Unione europea a sua volta assunto impegni in questo senso e adottato, con i numerosi provvedimenti attuativi del *Green Deal*, disposizioni normative vincolanti anche per i soggetti privati [35].

---

[31] La pretesa di Milieudefensie di considerare la percentuale del 45% quale target di riduzione delle emissioni di CO_2 applicabile a tutte le società di capitali non tiene conto, viene rilevato, delle differenze tra settori economici diversi e di quelle sussistenti, in settori economici analoghi, tra Paese e Paese (cfr. Court of Appeal of The Hague, cit., par. 7.67 – 7.96).

[32] Ead., par. 7.12; par. 7.55.

[33] Ead., par. 7.24 – 7.27, ove, in sintesi, la Corte d'appello conferma di ritenere che società come Shell, le cui emissioni contribuiscono in modo significativo all'aggravio del cambiamento climatico e che hanno la possibilità di contribuire a combatterlo, abbiano l'obbligo di limitare le emissioni di CO_2 per contrastare i cambiamenti climatici pericolosi, indipendentemente dalla circostanza che tale obbligo non risulti esplicitamente previsto dalle norme di diritto pubblico dei Paesi in cui la società opera.

[34] Court of Appeal of The Hague, cit., par. 7.53 – 7.55, ove la Corte d'appello, partendo dal presupposto che né il legislatore europeo né quello olandese hanno stabilito che le società che si conformano ai programmi esistenti per combattere il cambiamento climatico non hanno più l'obbligo di ridurre ulteriormente le loro emissioni di CO_2, afferma che, in via generale, il dovere sociale di diligenza implica per le grandi imprese anche l'obbligo di contribuire alla mitigazione dei cambiamenti climatici pericolosi, e che, dal momento che Shell è stata uno dei principali attori del mercato dei combustibili fossili per oltre cento anni e che continua ad occupare una posizione di rilievo su tale mercato anche oggi, da essa ci si debba attendere uno sforzo maggiore di quello che viene richiesto ad altre imprese.

[35] Court of Appeal of The Hague, cit., par. 7.56.

3. *I principali punti di contatto tra la versione originaria della CS3D e i principi formulati in* Shell

Nell'originaria formulazione della CS3D è possibile riscontrare diversi punti di contatto con i principi sviluppati nella pronuncia Shell di primo grado, emergendo dalla lettura della direttiva valutazioni di fondo non distanti da quelle in forza delle quali è argomentata la condanna di RDS.

Già nei *consideranda* – invariati sul punto anche a fronte dell'approvazione del Pacchetto *Omnibus I* – emerge in maniera chiara sia l'assimilazione della tutela del clima alla più ampia disciplina della protezione dei diritti umani sia, in linea con tale approccio, l'adozione dell'impostazione elaborata in seno alle Nazioni Unite e all'OCSE secondo cui sussiste in capo alle grandi imprese il dovere di *rispettare* i diritti umani, declinato nella necessità per queste ultime di porre in essere misure in grado di individuare, prevenire e attenuare gli impatti negativi derivanti dalla propria attività, integrando gli obiettivi di sostenibilità all'interno della *governance* societaria [36]. Coerentemente con tale impostazione, l'impianto normativo della direttiva era incardinato sui due strumenti fondamentali degli obblighi di dovuta diligenza per la prevenzione o mitigazione delle esternalità negative dell'attività d'impresa, rilevanti, qualora violati, anche sul piano della responsabilità civile (artt. 8, 9, 10, 11 e 29), e dell'obbligo di adozione e attuazione di un piano di transizione allineato con gli obiettivi stabiliti con gli Accordi di Parigi e soggetto alla supervisione e al potere sanzionatorio delle autorità indipendenti competenti per Stato membro (art. 22, 25, 26, 27) [37].

---

[36] Cfr. in particolare considerando nn. 5, 6 e 7 già sopra richiamati e i considerando nn. 11 e 14.

[37] Per alcune valutazioni sulla tecnica normativa basata sull'imposizione di obblighi di *due diligence* con funzione preventiva o comunque mitigatrice degli impatti negativi dell'impresa v. M. Ventoruzzo, *Uno sguardo d'insieme alla CS3D: riflessioni preliminari sulla tecnica normativa*, in *Riv. soc.*, 2024, 447 ss., che evidenzia la preferenza del legislatore europeo per una regolamentazione *ex ante* basata su un'articolata rete di regole, procedure, compiti e attività di monitoraggio e prevenzione (approccio basato sul rischio) e una certa sfiducia nei rimedi *ex post* e nel ruolo dei tribunali quali sede idonea di assunzione di misure in grado di retroagire positivamente sulla condotta di chi agisca in violazione del dettato normativo. Va in ogni caso osservato che tale approccio effettivamente si giustifica in via di principio in tanto in quanto l'articolato normativo prodotto risulti effettivamente idoneo (per precisione delle condotte che impone e per la chiarezza nell'enuclearle) a influenzare la condotta dei destinatari in maniera efficace verso gli obbiettivi divisati: in senso favorevole al ricorso allo strumento regolatorio *ex ante* a discapito di un approccio *ex post* incentrato sui meccanismi di *enforcement* E. Ferran – P. S. de Carvalho, *Reconciling Shareholders Primacy and the Interests of People and Planet*, in *ECGI, Law Working Paper n. 825/2025*, in *papers.ssrn.com*. Sempre in materia di obblighi di *due diligence* si veda, *ex multis*, M. Libertini, *Sulla proposta di direttiva UE sul "Dovere di diligenza e responsabilità delle imprese"*, in *Riv. soc.*, 2021, 325 ss.; E. Barcellona, *La riforma della corporate governance*, cit. Con riferimento invece all'introduzione di obblighi di reportistica M. Maugeri, *Informazione non finanziaria ed interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.; S. Fortunato, *L'informazione non finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, 415 ss.

(i) *Obblighi di dovuta diligenza e approccio basato sul rischio*

Così si può dire riguardo, anzitutto, al dovere delle imprese di maggiori dimensioni, come tali soggette alla CS3D [38], di partecipare, secondo un approccio basato sul rischio, alla lotta al cambiamento climatico, il quale trova immediata espressione nei doveri di dovuta diligenza – i.e. di esercizio di un'attività di monitoraggio lungo la catena del valore finalizzata a prevenire esternalità negative potenziali e a ridurre o eliminare quelle già prodotte [39]. Un'assonanza con le argomentazioni del tribunale de L'Aia si può ravvisare anche nell'obbligo di integrazione del dovere di diligenza nelle procedure e nelle *policy* interne (art. 7) ai fini della valutazione su base continuativa dei rischi attuali e potenziali di natura ambientale e climatica e di assegnazione agli stessi di un grado di priorità in considerazione della rispettiva rilevanza e gravità (art. 8 e 9), e nell'ulteriore obbligo, in funzione dei risultati di tali valutazioni, di *attivarsi* per evitare che gli impatti negativi *potenziali* individuati si verifichino, prevenendoli, e di eliminare o mitigare gli effetti degli impatti negativi *attuali* (artt. 10 e 11): obblighi, tutti, il cui adempimento si estendeva all'operatività anche dei soggetti che si collocano lungo la catena del valore della società, coerentemente con la logica secondo cui le imprese che occupano una posizione di *leadership* nei rispettivi mercati di riferimento sono in condizione, attraverso l'utilizzo della leva commerciale, di influenzare in modo attivo la condotta dei loro fornitori. A chiusura del sistema degli obblighi di *due diligence* si colloca il dovere di periodica valutazione (su base originariamente annuale ma oggi quinquennale) delle attività e delle misure complessivamente adottate dalla società stessa, dalle sue controllate e dai suoi partner commerciali diretti (art. 15).

Con approccio maggiormente realistico rispetto a quello della pronuncia di primo grado dianzi ricordata, che individua nella riduzione delle emissioni dirette un'obbligazione di risultato [40], i doveri di prevenzione, mitigazione ed eliminazione degli impatti negativi integrano nella CS3D obbligazioni di mezzi [41], richiedendosi pur sempre che le misure allo scopo adottate appaiano funzionalmente idonee a raggiungere gli obiettivi di riduzione delle emissioni su scala globale cui la direttiva aspira [42].

---

[38] Prima delle modifiche introdotte con l'approvazione del pacchetto *Omnibus I* l'ambito soggettivo di applicazione della CSRD riguardava (art. 2) le società con (in media) almeno 1.000 dipendenti e un fatturato netto annuo superiore a € 450.000.000.

[39] Come evidenziato in dottrina, gli impatti negativi di cui alla CS3D si individuano attraverso il richiamo ad un lungo elenco di accordi internazionali allegati alla stessa direttiva, contenenti divieti ed obblighi (indirizzati però generalmente a soggetti pubblici) a tutela di interessi sociali e ambientali (M. Ventoruzzo, *Uno sguardo d'insieme alla CS3D*, cit.).

[40] The Hague District Court, cit., par. 4.4.37.

[41] Cfr. considerando n. 19 CS3D.

[42] Cfr. il considerando n. 13, secondo il quale gli obblighi di dovuta diligenza dovrebbero contribuire al raggiungimento degli obiettivi dell'*EU Action Plan Towards Zero Pollution for Air, Water and Soil*.

(ii) *Responsabilità*

Ulteriore punto di contatto tra la CS3D e le pronunce Shell può essere riscontrato nel regime di responsabilità risarcitoria in origine disciplinato dall'art. 29, par. 1 CS3D per colpevole inosservanza dei doveri di diligenza, intesi, come detto, a prevenire o mitigare le esternalità negative derivanti dall'attività delle imprese destinatarie della direttiva ritenute in grado di comportare una violazione dei diritti umani. Con questa disposizione, che invero maggiormente caratterizzava la direttiva, si imponeva agli Stati membri di provvedere "a che una società possa essere ritenuta responsabile di un danno causato a una persona fisica o giuridica a condizione che (a) la società non abbia ottemperato, intenzionalmente o per negligenza, agli obblighi di cui agli articoli 10 e 11, quando il diritto, il divieto o l'obbligo elencato nell'allegato alla presente direttiva sia inteso a tutelare la persona fisica o giuridica; e (b) a seguito dell'inosservanza di cui alla lettera (a), sia stato causato un danno agli interessi giuridici della persona fisica o giuridica che sono tutelati dal diritto nazionale. Una società non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato solo dai suoi partner commerciali nella sua catena di attività". Il par. 2 stabiliva poi che "ove una società sia ritenuta responsabile ai sensi del paragrafo 1, una persona fisica o giuridica ha diritto al pieno risarcimento del danno in conformità del diritto nazionale. Il pieno risarcimento ai sensi della presente direttiva non conduce a una sovracompensazione del danno subito, né sotto forma di danni punitivi né di danni multipli o di altra natura".

La circostanza che – quantomeno nella prospettiva dell'ordinamento italiano – la portata innovativa della formulazione, nella direttiva, di un principio di responsabilità per negligente causazione di esternalità negative connesse all'attività d'impresa non potesse sopravvalutarsi, alla luce dell'art. 2043 c.c., non implica l'irrilevanza delle ricordate disposizioni dell'art. 29: non solo in quanto funzionali a un proposito di armonizzazione (sia pure minima) della materia e del relativo *enforcement* e di definizione di uno standard organizzativo comune, ma anche e soprattutto in quanto nell'assunzione dei doveri di cui agli artt. 10 ed 11 quali presupposti di responsabilità riecheggiava come detto l'espressione – in linea con i principi sviluppati nella vicenda *Shell* – dell'orientamento che pone in capo alle società (soggette alla CS3D) il dovere di esercitare l'attività in maniera tale da *rispettare* i diritti umani generalmente riconosciuti, e ciò indipendentemente dalla circostanza che le previsioni normative anteriori alla direttiva in commento individuassero nei soggetti statali gli interlocutori privilegiati del diverso (benché complementare) obbligo di *proteggere* tali diritti [43].

[43] Cfr. in particolare i già citati considerando nn. 5 e 6 della direttiva in commento, che espressamente richiamano i Principi Guida delle Nazioni Unite e le Linee Guida OCSE già citati e il considerando n. 7, che esplicitamente afferma "Tutte le imprese hanno la responsabilità di rispettare i diritti umani, che sono universali, indivisibili, interdipendenti e interconnessi".

(iii) *Il piano di transizione*

Il secondo perno fondamentale dell'originario impianto normativo della CS3D consisteva nell'obbligo di *adottare e implementare* [44], ai sensi dell'art. 22, un piano di transizione per il progressivo allineamento del modello di *business* e della strategia commerciale agli obiettivi degli Accordi di Parigi. Più precisamente, ridimensionando gli approdi del tribunale di The Hague, l'obbligo era inteso nella CS3D alla stregua di un'obbligazione di mezzi, cui adempiere in via continuativa mediante il periodico affinamento del piano di transizione [45]. Il piano avrebbe infatti dovuto contenere, sulla base di fondate evidenze scientifiche, l'indicazione di obiettivi di progressiva riduzione delle emissioni in fasi quinquennali a partire dal 2030 e fino al 2050; una descrizione delle modalità secondo cui la società si sarebbe proposta di raggiungere detti obiettivi, evidenziando l'ammontare delle risorse finanziarie destinate ed il loro prospettato utilizzo; e l'evidenza del ruolo che l'organo amministrativo si sarebbe proposto di svolgere in tal senso. L'aggiornamento del piano, come precisava l'art. 22, par. 3, avrebbe dovuto essere realizzato su base annuale, attribuendo la direttiva, a presidio dell'effettiva adozione e della corretta implementazione del piano, un ruolo di controllo alle autorità nazionali individuate quali competenti in materia, in forza della dotazione sia di ampi poteri di interlocuzione con le società destinatarie di tali obblighi, funzionali all'adattamento del piano di transizione in base agli eventuali rilievi mossi, sia di potestà sanzionatoria (artt. 25-27).

Anche in questo caso, il testo della direttiva appariva in linea con i rilievi emersi nella vicenda Shell, da un lato fornendo riscontro alle eccezioni di RDS – che nel contestare la legittimazione del tribunale quale soggetto competente ad imporre a soggetti privati obiettivi specifici di riduzione delle emissioni ha evidenziato come la partecipazione delle imprese alla lotta al cambiamento climatico ed al raggiungimento degli obiettivi *net-zero* non può prescindere dalla previa elaborazione di un *framework* normativo da parte del legislatore [46] – dall'altro offrendo una sponda al giudice olandese, che nelle due sentenze richiamate sembrerebbe implicitamente invocare tale intervento normativo, funzionale peraltro a fornire un parametro condiviso di valutazione della condotta delle società potenziali convenute. Circoscrivendo il margine di discrezionalità concesso alle imprese al fine di raggiungere gli obiettivi *net-zero* attraverso l'indicazione (seppure in termini generali) del contenuto che il

[44] Nella versione inglese della direttiva il lemma utilizzato è "*adopt and put into effect*".

[45] L'originario art. 22 disponeva infatti l'obbligo per gli Stati membri di provvedere "a che ciascuna società (…) adotti e attui un piano di transizione per la mitigazione dei cambiamenti climatici volto a garantire, *con il massimo impegno possibile* ["*through the best effort*"], che il modello e la strategia aziendali siano compatibili con la transizione verso un'economia sostenibile e con la limitazione del riscaldamento globale a 1,5 °C in linea con l'accordo di Parigi" (enfasi aggiunta).

[46] The Hague District Court, cit., parr. 4.1.1 – 4.1.3 e parr. 4.4.51 – 4.4.52.

piano avrebbe dovuto avere, così favorendo un certo livello di convergenza nelle politiche di transizione, l'art. 22 valorizzava peraltro il ruolo degli approdi scientifici in materia di connessione tra attività d'impresa e cambiamento climatico e la necessità di parametrare ad essi gli obiettivi di progressiva riduzione delle emissioni, anche in questo caso in linea con l'approccio adottato dal tribunale olandese.

4. *La ridefinizione degli obblighi di dovuta diligenza: rilievi critici*

Limitando l'analisi del riveduto testo della direttiva ai profili più strettamente attinenti a quelli sopra discussi, è necessario prendere in esame, da un lato, la rimodulazione degli obblighi di *due diligence* e la parallela eliminazione del par. 1 dell'art. 29 in materia di responsabilità civile; dall'altro, l'eliminazione dell'art. 22, funzionale – nelle intenzioni del legislatore europeo – a supportare un'implementazione della direttiva maggiormente puntuale ed efficiente [47]. Le valutazioni che è possibile svolgere riguardo all'impatto che la revisione della CS3D è suscettibile di produrre sul contenzioso climatico non possono peraltro prescindere dalla modifica dell'art. 2 CS3D relativamente all'ambito soggettivo di applicazione degli obblighi di dovuta diligenza e dei doveri connessi, stante il fatto che questa modifica ne riduce a monte, e drasticamente, l'effettiva portata (le soglie dimensionali al superamento delle quali l'ente è attratto alla sfera di applicazione della CS3D essendo state incrementate, quanto ai dipendenti occupati in media, da 1.000 a 5.000 unità, e da € 450 milioni a € 1,5 miliardi quanto al fatturato netto annuo) [48].

---

[47] Più precisamente, la proposta della Commissione del febbraio 2025 proponeva una revisione dell'art. 22 tesa ad eliminare il riferimento alla necessità di dare effettiva attuazione ("*put into effect*") al piano di transizione, sostituendo la previsione con un più cauto (e certamente meno chiaro) riferimento all'obbligo di adottare "*implementing actions*" funzionali a supportare nei fatti quanto contenuto nel piano. Alla totale eliminazione dell'art. 22 si è giunti in conseguenza del *draft report* del Comitato per gli Affari legali del Parlamento Europeo del 26 maggio 2025, che per l'appunto eliminava ogni riferimento al piano di transizione in quanto l'imposizione dell'obbligo di predisporre tale piano è stata ritenuta "sproporzionata, in particolare in considerazione degli oneri di natura amministrativa che esso impone alle società ed alle autorità competenti, potendo essa generare incertezza normativa": European Parliament, Committee on Legal Affairs, *Draft Report of the proposal for a directive of the European Parliament and the Council amending Directives 2006/43/EC, 2013/34/EU, (EU) 2022/2464 and (EU) 2024/1760 as regards certain corporate sustainability and due diligence requirements*, 26 maggio 2025, 22 – online: *europarl.europa.eu*).

[48] Cfr. nt. 38. Benché larga parte delle emissioni di CO_2 attribuibili ai privati appaia riconducibile ad un novero molto limitato di soggetti (cfr. E. Marro, *36 aziende producono la metà dell'inquinamento mondiale: il rapporto carbon majors*, in *Il Sole24ore*, 6 marzo 2025, in *ilsole24ore.com*), innegabilmente l'approccio adottato rallenta il coinvolgimento attivo nella lotta al cambiamento climatico di larga parte del tessuto economico europeo.

4.1. *La revisione degli obblighi di* due diligence*; da strumento di controllo preventivo a strumento di controllo reattivo. Relativo impatto sul contenzioso climatico*

Nella riveduta CS3D l'obbligo di controllo e valutazione del rischio di verificazione di impatti negativi è limitato alle sole attività direttamente svolte dalle società destinatarie della direttiva, alle loro controllate e – a determinate condizioni – ai loro *business partners* diretti (i.e. quelli direttamente coinvolti nelle rispettive catene di attività). Più precisamente, l'obbligo di mappatura funzionale all'identificazione delle aree maggiormente esposte al rischio di impatti negativi e, all'esito, quello di valutazione dell'organizzazione interna di tutti i soggetti mappati, anche in forza dell'esercizio del diritto-dovere di richiedere ai partner commerciali "le informazioni necessarie" a tal fine, è sostituito, nell'attuale formulazione dell'art. 8, con quello, meno pervasivo, di esecuzione di un'indagine esplorativa ("*scoping exercise*") basata esclusivamente sulle informazioni "ragionevolmente disponibili"; tale attività dovrà essere condotta tenendo in considerazione fattori quali l'eventuale soggezione dei partner commerciali alla CS3D e il grado di *enforcement* che nel rispettivo ordinamento è garantito in relazione al verificarsi degli impatti negativi. Nell'esercizio di questa indagine il dovere di richiedere ai partner commerciali ulteriori informazioni (i.e. quelle non "ragionevolmente disponibili") sussiste solo allorché all'esito delle analisi condotte emerga la necessità di una valutazione più approfondita e, comunque, in quanto tali ulteriori informazioni siano considerate "necessarie", o, per i partner commerciali con meno di cinquemila dipendenti, solo in quanto esse non possano ragionevolmente essere ottenute in altro modo.

Nella maggior parte dei casi l'attività di *due diligence* nei confronti dei fornitori diretti sembrerebbe così avere ad oggetto essenzialmente le informazioni che gli stessi abbiano deciso di rendere pubbliche su base volontaria, dalle quali è assai dubbio si possa desumere il rischio del prossimo verificarsi di esternalità in grado di tradursi nella violazione di diritti umani. Che la raccolta di informazioni da parte delle imprese tenute agli obblighi di *due diligence* possa quindi ritenersi sufficiente per effettivamente prevenire gli impatti negativi potenzialmente verificabili lungo la catena del valore appare assai incerto.

Benché l'obiettivo di mitigare la portata complessiva degli obblighi di dovuta diligenza in origine previsti sia in astratto condivisibile [49], occorre al contempo

[49] Nella versione originaria della direttiva, quantomeno formalmente, non venivano indicati limiti al potere-dovere per le società ad essa soggette di richiedere ai propri partner commerciali le informazioni necessarie alla mappatura del rischio di verificarsi di "impatti negativi" (cfr. art. 8). Al contempo, ai sensi degli artt. 10 e 11 nella loro formulazione originaria, la società destinataria degli obblighi di dovuta diligenza che a seguito delle valutazioni condotte ritenesse comunque persistente il rischio di verificarsi o acuirsi di un impatto negativo lungo la propria catena del valore era tenuta ad

rimarcare che i predetti obblighi si intendevano strumentali alla prevenzione e alla mitigazione degli impatti negativi dell'impresa: obiettivi rispetto ai quali l'attuale formulazione dell'art. 8 sembrerebbe produrre un effetto contraddittorio e distorsivo. Alleggerire in maniera sostanziale l'efficacia degli strumenti necessari a vagliare tempestivamente la sussistenza e la probabilità di verificazione di rischi aumenta la probabilità di una risposta tardiva all'emergere degli stessi e rende più difficoltosa la pronta individuazione del livello della catena produttiva al quale è più probabile che questi rischi si verifichino. Soprattutto se considerata in connessione con il drastico ridimensionamento del perimetro soggettivo di applicazione della direttiva [50], la revisione dell'art. 8 sembra frustrare la potenziale efficacia dell'approccio *basato sul rischio* (e sulla sua prevenzione) che tuttavia è ancora formalmente posto alla base dell'impianto della CS3D [51] e la cui adozione pure le Linee Guida OCSE e i Principi delle Nazioni Unite, richiamati nelle sentenze olandesi e nel preambolo alla CS3D [52], prescrivono. Questo rischio è reso ancora più attuale dalle modifiche apportate all'art. 15, all'esito delle quali l'obbligo di revisione delle procedure interne in materia di *due diligence* è da adempiere su base non più annuale ma quinquennale.

Tramutando, in sostanza, l'attività di controllo da *preventiva* a *reattiva*, la riveduta CS3D sembrerebbe così considerare solo parzialmente l'importanza di una condotta proattiva delle maggiori società multinazionali per la transizione *green.* Come osservato dall'Alto Commissario per i Diritti Umani delle Nazioni Unite, un simile approccio, snaturando il ruolo dell'obbligo di dovuta diligenza, appare idoneo a incrementare il rischio di contenzioso per le società interessate. Allorché infatti l'attività di *due diligence* assume natura *preventiva*, la probabilità che al verificarsi di un impatto negativo consegua l'avvio di un contenzioso per l'accertamento di una condotta negligente e della connessa responsabilità dipende, in ultima analisi, dalla capacità del preteso danneggiato di provare che l'attività di controllo sia stata

interrompere definitivamente i rapporti commerciali con il *business partner* presso cui il rischio di verificazione dell'impatto negativo si colloca (cfr. artt. 10 e 11 CS3D nella loro formulazione originaria). Per un confronto tra l'ampiezza del perimetro ed il livello di pervasività degli obblighi imposti dalla CS3D e quello di normative nazionali in materia di sostenibilità si veda D.R. Muñoz, *The Corporate Sustainability Due Diligence Directive (CSDDD) Everything, Everywhere, All at Once?*, in *University of Genoa EUSFiL Law Research Working Paper Series*, 2025, 13.

[50] Cfr. nt. 38.

[51] Cfr. Considerando 39 e artt. 5, par. 1 e 7, par. 1 CS3D.

[52] Cfr. in particolare, con riferimento alle *Guiding Principles*, cit., il principio n. 17 (sez. *Human Rights Due Diligence*) ai sensi del quale "Human rights due diligence can be included within broader enterprise risk-management system, provided that it goes beyond simply identifying and managing material risks to the company itself, to include risks to rights-holders"; si vedano altresì i principi 18 e 19 (17-20). Con riferimento alle *Guidelines*, cit., cfr. il par. introduttivo alla sez. VI (Environment), ove viene chiarito che "enterprises should establish and maintain a system of environmental management appropriate to the enterprise associated with the operations, products and services of the enterprise over their full life cycle, including by carrying out risk-based due diligence" (p. 33).

svolta, per ragioni imputabili alla convenuta, in maniera non conforme agli standard prescritti. Allorché, diversamente, l'attività richiesta alle grandi imprese assume natura più accentuatamente *reattiva*, la possibilità di difendersi in giudizio dimostrando che l'impatto negativo occorso e il danno che ne deriva non sono conseguenza di una negligente valutazione del rischio sotteso allo svolgimento dell'attività economica è più complesso [53].

Peraltro, circoscrivere la possibilità per le società soggette alla CS3D di richiedere informazioni ai propri partner commerciali *(i)* all'eventualità che lo *scoping exercise* da esse condotto sulla base delle "informazioni ragionevolmente disponibili" abbia fatto emergere tale necessità ed in ogni caso *(ii)* alla circostanza che tali informazioni non possano essere reperite altrove, sembra avere un ulteriore effetto distorsivo, conducendo al risultato paradossale per cui – in mancanza di incentivi credibili per le società destinatarie della CS3D ad approfondire su base meramente volontaria la propria analisi oltre le informazioni ragionevolmente a loro disposizione [54] – l'onere di verificare la potenziale rischiosità delle attività dei soggetti che si collocano lungo la catena del valore di tali società e di renderla manifesta sembra ricadere, in ultima analisi, sugli stessi *stakeholders* i cui interessi i doveri di *due diligence* sono intesi a tutelare [55].

4.2. *La revisione dell'art. 29 CS3D: profili interpretativi della* corporate climate responsibility *alla luce della vicenda* Shell

Criticabile appare anche la revisione dell'art. 29 CS3D [56], che si sostanzia nell'eliminazione del par. 1, ai sensi del quale gli Stati membri avrebbero dovuto garantire la possibilità per i soggetti danneggiati dalla violazione degli obblighi di dovuta diligenza di ottenere tutela risarcitoria in maniera parzialmente armonizzata [57], e nella modifica della disposizione del par. 2 (ora par. 1), che,

---

[53] Cfr. UN Office for the High Commissioner for Human Rights, *Commentary on the EU Commission Omnibus Proposal*, Maggio 2025, in *europe.ohchr.org*. Preoccupazioni simili vengono sollevate dal Danish Institue for Human (Danish Institue for Human Rights, Reaction to the European Commision's "Omnibus 1 Proposal", 27 febbraio 2025, in *media.business-humanrights.org*).

[54] Sia, è evidente, per ragioni di costo, sia in quanto l'eventuale rilevazione di rischi potenziali lungo la catena di valore imporrebbe ad esse di prendere adeguate misure di mitigazione degli stessi, esponendosi a potenziali sanzioni (e ad azioni risarcitorie) qualora le misure adottare non si rivelino nei fatti idonee.

[55] Cfr. UN Office for the High Commissioner for Human Rights, *Commentary on the EU Commission Omnibus Proposal*, cit.

[56] Come sopra detto, il regime dell'art. 29 rappresentava rispetto all'imposizione degli obblighi di dovuta diligenza l'altra faccia della stessa medaglia, in linea con la tripartizione tra oneri di protezione e rispetto dei diritti umani da un lato e accesso alla giustizia dall'altro, adottata dall'ONU e dall'OCSE.

[57] Cfr. par. 3.

all'esito, quasi tautologicamente prevede che "qualora una società sia responsabile ai sensi della legge nazionale applicabile per i danni causati ad una persona fisica o giuridica in conseguenza dell'inadempimento agli obblighi di dovuta diligenza di cui alla direttiva, gli Stati Membri devono assicurare che tali soggetti abbiano diritto all'integrale risarcimento". Tenendo a mente il testo del precedente par. 1 [58] appare in primo luogo possibile evidenziare il *retro-front* rispetto al tentativo di armonizzare la materia della responsabilità civile e di introdurre un comune standard organizzativo che avrebbe guidato le modalità di esercizio dell'attività delle grandi imprese, segnando un cambio di paradigma criticabile *(i)* nel merito, in quanto esso introduce un maggior grado di incertezza in relazione al possibile esito delle controversie che saranno instaurate in materia di *corporate climate responsibility* e comunque *(ii)* nel metodo, dato che l'accesso alla giustizia per gli *stakeholders* risulta più complicato senza che sembri al contempo ridotto il rischio di contenzioso per le società interessate.

(i) Nel *merito*, infatti, se si rammentano i rilievi del tribunale di The Hague in ordine al ruolo del consenso (scientificamente fondato) quale metro di valutazione della doverosità di una determinata condotta – e se si considera la pressoché unanime opinione sul rapporto di causa-effetto tra il *modo* di svolgimento dell'attività di impresa e l'acuirsi del fenomeno del cambiamento climatico, con conseguenze potenzialmente catastrofiche [59] – è plausibile che nel prossimo futuro, anche in assenza di leggi nazionali sul punto, alcuni tribunali si orientino nel senso di ritenere accertato il carattere negligente della condotta di quegli operatori economici che di tale correlazione non tengono alcun conto, e ciò a maggior ragione là dove gli interessi lesi da questa condotta si qualifichino alla stregua di diritti umani [60]. Se quindi da un lato è possibile attendersi, più che in passato, che la condotta delle società di capitali che risultasse palesemente contraria sia alle ricordate evidenze scientifiche sia agli "interessi climatici" individuali o collettivi di determinate classi soggettive venga ritenuta rilevante in sede di valutazione della loro responsabilità, dall'altro lato, venuto meno il livello di armonizzazione minima in precedenza presidiato dal par. 1 dell'art. 29, e lasciando quindi ai singoli legislatori nazionali di

[58] "Gli Stati membri provvedono a che una società possa essere ritenuta responsabile di un danno causato a una persona fisica o giuridica, a condizione che: a) la società non abbia ottemperato, intenzionalmente o per negligenza, agli obblighi di cui agli articoli 10 e 11, quando il diritto, il divieto o l'obbligo elencato nell'allegato alla presente direttiva sia inteso a tutelare la persona fisica o giuridica; e b) a seguito dell'inosservanza di cui alla lettera a), sia stato causato un danno agli interessi giuridici della persona fisica o giuridica che sono tutelati dal diritto nazionale. Una società non può essere ritenuta responsabile se il danno è stato causato solo dai suoi partner commerciali nella sua catena di attività".

[59] Consenso sussistente anche tra i giuristi – cfr. il Conference Report pubblicato a margine del 2024 ECGI Responsible Capitalism Summit, *A Decade After Paris: Accelerating Progress Towards Net-Zero*, 10 settembre 2024.

[60] Cfr. nt. 20.

stabilire se ed in che misura la violazione delle disposizioni in materia di *due diligence* debba avere rilevanza in termini di responsabilità aquiliana, aumenta il rischio che a fronte di casi analoghi si formino giudicati discordanti, a detrimento dell'obiettivo di competitività che il Pacchetto *Omnibus I* si è proposto di privilegiare.

Volgendo a titolo di esempio lo sguardo al diritto italiano, ad essere risarcibile è come noto, secondo la clausola generale dell'art. 2043 c.c., il danno ingiusto (i.e. quello arrecato *non iure*, in mancanza di una causa di giustificazione e che si risolve nella lesione di un interesse rilevante per l'ordinamento) [61]. Pur non potendosi ignorare il principio secondo cui chi agisce nell'esercizio di un proprio diritto non è tenuto a risarcire il pregiudizio eventualmente cagionato ad altri (per mancanza appunto dell'ingiustizia del danno) [62], numerosi argomenti sembrano militare a favore della tesi secondo cui lo svolgimento dell'impresa in spregio al rischio di aggravamento del cambiamento climatico non si possa ricondurre al "libero esercizio" di tale attività. Se infatti la tutela del clima è con sempre maggior insistenza inquadrata come diritto umano, difficilmente si potrà affermare l'illiceità della condotta di un soggetto pubblico che non faccia abbastanza per proteggerlo e al contempo sostenere la liceità della condotta di un soggetto privato potenzialmente lesiva dello stesso. Che la condotta di società che dimostrino di non aver sufficientemente tenuto in considerazione tale rischio possa essere qualificata come negligente, come sopra anticipato, appare più plausibile che in passato.

In via interpretativa rileva nella direzione indicata il possibile ruolo delle norme di *soft law* richiamate nelle sentenze olandesi (e, ora, è opportuno evidenziarlo, dalla CS3D [63]). L'incoercibilità dei principi degli *UN Guiding Principles* o delle *OECD Guidelines* non sembra invero sufficiente a far passare in secondo piano il fatto che gli stessi principi, anche prima dell'adozione della direttiva, fossero condivisi dalla larga maggioranza dei governi a livello globale, e che l'adesione governativa a questi principi si intendesse assunta anche per conto dei privati rappresentati. D'altro canto, posto che i predetti principi e linee guida distinguono in maniera netta l'obbligo degli Stati di *proteggere* i diritti umani riconosciuti da quello dei privati di *rispettare* tali diritti [64], l'assenza di efficaci meccanismi di

[61] Cass. civ., sez. un., 22 luglio 1999, n. 500, in *Dejure*, con nota di, tra gli altri, M.R. Morelli, *Le fortune di un obiter: crolla il muro virtuale della irrisarcibilità degli interessi legittimi*, in *Giust. civ.*, 2261, 1999.

[62] Cass. civ. Sez. IV, 14 giugno 2018, n. 2018, in *Dejure*.

[63] V. in particolare considerando nn. 5 e 6 già citati.

[64] Cfr. J.G. Ruggie, *Protect, respect and remedy: a famework for business and human rights: report of the Special Representative of the Secretary-General on the issue of human rights and transnational corporations and other business enterprises*, in *A/HRC/8/5*, 2008; J.G. Ruggie, T. Nelson, *Human Rights and the OECD Guidelines for Multinational Enterprises: Normative Innovations and Implementations Challenges*, in *Brown J. World Aff.* 2015/22, 99.

enforcement delle regole di *soft law* sembra più testimoniare la forte rilevanza politica della questione che deporre per l'irrilevanza giuridica delle fonti che la disciplinano [65].

Analoghe valutazioni sembrano potersi svolgere anche con riferimento agli Accordi di Parigi, i cui obiettivi sono ora espressamente riconosciuti e fatti propri dalla recente normativa unionale in materia di lotta al cambiamento climatico [66]. Sempre nella prospettiva della valutazione della condotta delle grandi imprese nella lotta al cambiamento climatico, è anzi quest'ultima circostanza a rivestire importanza centrale: se dubbi potevano essere sollevati in merito alla possibilità di appellarsi a principi di *soft law* al fine di pretendere una determinata condotta da parte di soggetti privati, il fatto che detti principi ed ancor prima le fonti da cui essi promanano siano richiamati nel preambolo della CS3D a giustificazione delle disposizioni in essa contenute (queste, sì, di *hard law*) sembra mettere in crisi tale impostazione [67]. Il fatto che siano anzitutto i governi a doversi fare parte diligente nel processo di decarbonizzazione non implica che non si possa al contempo pretendere che a tale processo partecipino quei privati che, dal punto di vista tanto del potere economico quanto dell'influenza sulle fonti di produzione delle emissioni, sono di

---

[65] Prendendo in prestito le parole di attenta dottrina riferite alla nozione di successo sostenibile contenuta nel Codice di *Corporate Governance*, si potrebbe dire che anche i principi UN e OECD "si collocano in un contesto ampio e articolato di carattere normativo – interno, sovranazionale e comparatistico –, regolamentare, di autodisciplina, di *best practice*" che non può "essere sottovalutata come pura indicazione di *wishful thinking* ascritta a mere aspirazioni volontaristiche": P. Montalenti, *Il nuovo Codice di Corporate Governance*, in *Corporate Governance*, 2021, 45.

[66] Riprova ne è il costante richiamo, nei preamboli ai testi normativi emanati in attuazione del *Green Deal* Europeo, a tali fonti di *soft law*. Sulla possibilità di utilizzare gli Accordi di Parigi quale strumento utile a supportare l'instaurazione di azioni giudiziarie nei confronti di privati, in quanto detti Accordi forniscono parametri interpretativi della relativa condotta: c.d. "Paris-aligned interpretation", v., tra altri, B. J. Preston, *The Influence of the Paris Agreement on Climate Litigation: Legal Obligations and Norms, part I*, in *J. of Environmental L.*, 2021, 33, 1 ss., secondo il ricorso alle norme di *soft law* ha il vantaggio di essere utilizzabile tanto negli ordinamenti che recepiscono direttamente all'interno della normativa nazionale le disposizioni dei Trattati internazionali sottoscritti dai relativi governi (c.d. "monistici") quanto in quelli che richiedono un atto di recepimento (c.d. "dualistici"); C. Voigt, *The power of the Paris Agreement in international climate litigation*, in *Rev. of European Community & International Environmental L.*, 2023, 237.

[67] È peraltro la stessa CS3D, al considerando n. 10, a confermare che "anche il settore privato rivest[e] un ruolo fondamentale per il conseguimento di questi obiettivi, in particolare tramite le strategie di investimento che attua". Sulla vincolatività, in forza del richiamo contenuto nella CS3D, degli Accordi di Parigi anche nei confronti dei privati cfr. M. D'Auria, *Stato e imprese nella climate change litigation*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2025, 237 ss. Né mancano voci dottrinali che vedono nel crescente richiamo da parte di legislatori nazionali e sopranazionali ai fattori ESG l'evidenza di un mutamento di approccio al dibattito sulla responsabilità sociale dell'impresa, originariamente incardinato attorno al principio di volontarietà dell'adesione a determinati principi da parte delle singole società in assenza di qualsivoglia disposizione di natura prescrittiva sul punto: D. Stanzione, *Scopo e oggetto*, cit., 1029; U. Tombari, *Corporate Social Responsibility* (*CSR)*, cit., 228.

fatto ai governi largamente paragonabili [68]. Né in senso contrario appaiono decisivi gli argomenti tendenti a sottolineare che ogni grande produttore di emissioni contribuisce invero solo in maniera parziale alla complessiva produzione di CO_2, e che limitare l'attività inquinante di un determinato soggetto implicherebbe solamente che ad esso se ne sostituirebbe un altro.

Che l'esercizio dell'attività d'impresa in spregio al rischio di acuirsi del problema del cambiamento climatico possa avere – in termini di contenzioso – ripercussioni negative per le grandi società appare poi a maggior ragione argomentabile allorché le stesse società abbiano dichiarato di condividere i predetti principi e precetti: se, in particolare, l'adesione è riflessa nelle *policy* interne e nelle comunicazioni agli investitori ed al mercato, in sede giudiziaria ben potrebbe tenersi conto del grado di coerenza tra gli impegni così assunti e l'attività effettivamente posta in essere al fine di valutarne la diligenza, similmente a quanto fatto dal tribunale olandese. [69] Nel diritto italiano è lo stesso art. 149 t.u.f. a suggerire la natura cogente di siffatti impegni e dichiarazioni: prescrivendo l'obbligo per il collegio sindacale degli emittenti di vigilare "sulle modalità di concreta attuazione delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi" [70], il legislatore conferma di considerare l'adesione a principi di *soft law* rilevante a tal punto da ritenere opportuno che sulla coerenza tra la condotta posta in essere e il portato degli stessi principi vigili

[68] Sulle ragioni prima di tutto economiche in virtù delle quali, quando si parla di *corporate social responsibility*, il riferimento soggettivo sia necessariamente in primo luogo alle grandi imprese multinazionali v. per tutti C. Angelici, *Divagazioni*, cit., 12 ss. Il riconoscimento della capacità di tali soggetti di influenzare in maniera determinante il contesto economico globale è peraltro testimoniato dall'approccio utilizzato dal legislatore europeo in materia di *environmental due diligence*, che come visto prevede un obbligo in capo ai soggetti rilevanti per la stessa direttiva di adoperare la leva commerciale di cui essi dispongono al fine di incentivare i propri partner commerciali all'adozione di condotte in linea con gli obiettivi della stessa direttiva (cfr. artt. 10, par. 6 b) e 11, par. 7 b)).

[69] Sull'ammissibilità di tale tesi cfr. Cass. civ. n. 5/2019, secondo cui "la corretta applicazione dei principi appena richiamati impone di considerare cogenti, per le società, anche le norme di autodisciplina previste da disposizioni interne, ancorché maggiormente stringenti rispetto alle disposizioni di portata generale poste dalla legge, dalle fonti regolamentari o dai codici di autodisciplina. Nel momento in cui la società, all'esito di una scelta del tutto libera, decide di adottare norme di condotta aziendale e di estrinsecare tale decisione al mercato, è infatti vincolata alla loro osservanza, rappresentando la scelta di cui sopra una volontaria autolimitazione da parte dell'operatore di mercato" (Cass. civ., sez. II, 3 gennaio 2019, n. 5, in *Dejure*). In dottrina, per la possibilità di considerare l'adesione volontaria a principi tipici del dibattito in merito alla *corporate social responsibility* quale fonte di obblighi per la società ed i suoi amministratori, rilevando quindi anche da un punto di vista rimediale, cfr. G. Bevivino, *La responsabilità sociale delle imprese*, cit., 105-106; Id., *Dalla "responsabilità sociale di impresa" alla "sostenibilità"*, cit., 479; cfr. anche – limitatamente alla tematica della cd. "responsabilità da affidamento" in relazione alla comunicazione di informazioni fase o inesatte – S. Rossi, *Luci e ombre dei codici etici d'impresa*, in *Riv. soc.*, 2008, 38.

[70] Art. 149, co. 1, lett. c *bis*) t.u.f.

l'organo di controllo. Né la circostanza che il Tuf non riconduca al mancato rispetto di tali principi un potere sanzionatorio della Consob appare sufficiente per poter concludere in senso opposto a quello prospettato. Che l'adesione a codici di condotta abbia rilevanza normativa piena emerge altresì nella materia consumeristica: ai sensi dell'art. 21, co. 2, lett. b) codice del consumo, infatti, "è altresì considerata ingannevole una pratica commerciale che, nella fattispecie concreta, tenuto conto di tutte le caratteristiche e circostanze del caso, induce o è idonea ad indurre il consumatore medio ad assumere una decisione di natura commerciale che non avrebbe altrimenti preso e comporti: (…) il mancato rispetto da parte del professionista degli impegni contenuti nei codici di condotta che il medesimo si è impegnato a rispettare, ove si tratti di un impegno fermo e verificabile, e il professionista indichi in una pratica commerciale che è vincolato al codice" [71].

Sulla scorta di quanto sopra, due appaiono le logiche conseguenze.

Da un lato, la circostanza che i singoli legislatori non abbiano ancora definito in maniera netta e puntuale quali siano, per singolo settore di mercato, le pratiche più idonee al fine di ridurre il livello di emissioni generate dalle imprese, non sembra sufficiente ad escludere *tout court* che un comportamento proattivo possa essere richiesto alle grandi società di capitali e che le azioni da esse poste in essere possano comunque venire qualificate come non conformi a uno standard condiviso di diligenza: nonostante le modifiche da ultimo approvate, il testo della CS3D sembrerebbe avallare tale lettura. Dall'altro lato, sull'assunto che tale eventuale qualificazione ha piena rilevanza giuridica, dovrebbe potersi superare un'eventuale eccezione di "non giudicabilità" della questione, sovente sollevata dalle società convenute in contenziosi analoghi al Caso *Shell* al fine di sostenere che non competa ai tribunali di stabilire la linea d'azione da intraprendere nell'esercizio dell'attività di gestione sostenibile dell'impresa in assenza di una regolamentazione sul punto [72].

---

[71] In argomento vedasi G. Bevivino, *Dalla "responsabilità sociale di impresa" alla "sostenibilità"*, cit., 475 ss.

[72] Eccezione efficacemente criticata, in dottrina, rilevando come il tribunale che ritenesse di accoglierla "importerebbe un vero e proprio corto circuito ordinamentale" secondo cui in nessun caso i cittadini potrebbero invocare l'intervento del potere giudiziario a controllo della corretta attuazione delle misure normative di lotta al cambiamento climatico (così M. D'Auria, *Stato e imprese nella climate change litigation*, cit., 241, secondo cui "se, infatti, l'irresponsabilità giuridica dell'impresa da inattuazione di adeguate misure di riduzione delle emissioni fosse la risultante di una responsabilità omissiva dello Stato che, tuttavia, è stata appena ritenuta giudizialmente insindacabile, sul presupposto che l'interesse pretensivo all'emanazione di appositi atti di indirizzo e coordinamento risulta priva di base giuridica, ciò significherebbe ritenere che, nel nostro ordinamento, non sussiste alcuna possibilità che i giudici possano essere invocati dai cittadini nel controllo sull'attuazione delle misure di contrasto al cambiamento climatico tanto da parte dello Stato, quanto da parte delle imprese"). Come detto nel testo, l'eccezione risulta sovente sollevata dalle società convenute: si veda, oltre al "Caso Shell", il giudizio instaurato avanti al Tribunale di Roma da Green Peace nei confronti di ENI S.p.A. e Cassa Depositi e Prestiti (Cfr. nt. 3), nel cui contesto peraltro la Corte di Cassazione a sezioni unite,

Posto che in caso di instaurazione del contenzioso oggetto della valutazione di merito dovrebbe essere – oltre alla sussistenza di un nesso causale – *(i)* la mancata corrispondenza della condotta contestata allo standard di diligenza ritenuto applicabile al caso di specie, *(ii)* la sussistenza di un danno effettivo o potenziale e *(iii)* l'ingiustizia dello stesso, gli esiti di questa valutazione, come si è cercato di argomentare, non appaiono – per le società italiane potenziali convenute – necessariamente favorevoli, almeno dal punto di vista del rischio di condanna alla cessazione di una condotta ritenuta potenzialmente dannosa [73].

Tornando alla CS3D e volendo tirare le somme del ragionamento sin qui svolto, se è plausibile ritenere che valutazioni simili a quelle sopra prospettate possano essere svolte anche in altri ordinamenti europei, con differenze più o meno marcate, sembra di conseguenza possibile affermare che la revisione dell'art. 29 della direttiva in commento – eliminando il livello minimo di armonizzazione inizialmente garantito ai sensi del par. 1 e lasciando completamente ai singoli legislatori nazionali di stabilire entro quali termini la violazione degli obblighi derivanti dalla trasposizione della stessa direttiva debba assumere rilevanza dal punto di vista dell'illecito civile – aumenti le probabilità che i tribunali nazionali, investiti di richieste

---

con ordinanza 20381 pubblicata il 21 luglio 2025, pronunciandosi sul ricorso di giurisdizione proposto dalle attrici ha dichiarato sussistente la giurisdizione del Tribunale di Roma ad esprimersi sulla vicenda ed a valutare nel merito la sussistenza o meno di un diritto delle attrici ad essere risarcite per i danni causati dalle convenute attraverso l'adizione di condotte contrarie alle prescrizioni degli Accordi di Parigi (Cass., sez. un., 21 luglio 2025, n. 20381, in *Dejure*, con nota di L. La Verde, *Verso un nuovo paradigma di giustizia climatica in Italia: commento all'ordinanza delle Sezioni Unite su "la giusta causa*", in *Resp. civ. prev.*, 1519, 2025). In dottrina cfr. G. Ghinelli, *Standing, Justiciability, and Burden of Proof*, cit., 147 ss.

[73] Se è vero che, allo stato attuale, il "punto debole" dei contenziosi climatici più marcatamente volti all'ottenimento di una pronuncia risarcitoria "per equivalente" viene in dottrina ricondotto alla difficoltà di provare il nesso causale tra condotta contestata e danno lamentato, tale difficoltà non sembra tuttavia sufficiente per poter considerare di scarsa importanza, in via generale, i contraccolpi che le modifiche in discussione potrebbero avere per le società di capitali in considerazione dell'aumento dei contenziosi climatici instaurati nei loro confronti (per una completa ricostruzione delle varie teorie sulla causalità applicate all'argomento oggetto di analisi v. L. Serafinelli, *Responsabilità extracontrattuale e cambiamento climatico*, cit., 152 ss.). Sul punto, è peraltro interessante notare come di recente anche la giurisprudenza tedesca si sia pronunciata in merito alla astratta possibilità di considerare le società di capitali responsabili per il contributo causale della loro attività all'acuirsi degli effetti negativi del cambiamento climatico. Con decisione del 28 maggio scorso, infatti, l'Alta Corte Regionale di Hamm (Cfr. nt. 3) ha riconosciuto i seguenti principi: (i) i cd. "*major polluters*" non possono addurre a giustificazione della propria inattività la ritrosia del legislatore a prendere posizione in maniera netta in materia di obblighi di riduzione delle emissioni; (ii) il concetto di responsabilità climatica trascende i confini nazionali dello stato in cui un determinato operatore economico ha la sede legale; (iii) la conduzione dell'attività d'impresa in linea con i permessi ottenuti per lo svolgimento della stessa non necessariamente esclude la possibilità di considerare il soggetto agente civilmente responsabile; (iv) tale responsabilità non viene meno nel momento in cui alla causazione del danno abbiano contribuito anche altri soggetti (la traduzione non ufficiale in lingua inglese della decisione citata è consultabile online: *rwe.climatecase.org*).

funzionali ad ottenere pronunce che colmino i persistenti vuoti normativi in materia [74], nel replicare alcuni degli approdi cui le pronunce olandesi sono giunte [75], si pronuncino su fattispecie analoghe in maniera difforme, a discapito del principio di certezza del diritto (europeo) e a detrimento come detto di quella stessa competitività che sulla carta il Pacchetto *Omnibus I* mira a tutelare.

(ii) Venendo al *metodo*, l'ulteriore effetto della modifica dell'art. 29 CS3D – contraddittorio rispetto al fine ultimo dichiarato del Pacchetto *Omnibus I* – attiene al fatto che lasciando più ampio margine ai legislatori e ai giudici nazionali nel delineare in che termini una determinata condotta possa essere qualificata "a rischio contenzioso" e, soprattutto, in che termini da essa possano discendere condanne di natura risarcitoria, aumenta il rischio di *forum shopping*.

Ancora, appare criticabile che, nonostante a livello di principio continui a volersi prediligere un approccio regolatorio di natura preventiva cui fa da contraltare un meccanismo risarcitorio (anche) privatistico fondato sulla disciplina dell'illecito civile, all'indebolimento delle misure volte a garantire l'effettiva prevenzione e il monitoraggio degli impatti negativi (cfr. par. 4.1) non sembra essere seguito un potenziamento degli strumenti rimediali già esistenti a disposizione degli *stakeholders* [76]. Introdurre obblighi di *due diligence* eccessivamente generici, specie se nei fatti attuabili solo successivamente al verificarsi del danno che questi obblighi dovrebbero prevenire, senza disporre meccanismi di *enforcement* efficaci e in grado di operare quale disincentivo alla loro violazione, costituisce probabilmente un approccio idoneo (benché criticabile) se lo scopo del legislatore è non tanto una

[74] Come osservato in dottrina, sembra anzi possibile sostenere che le azioni volte ad ottenere pronunce in grado di colmare i vuoti normativi in materia di *corporate climate responsibility* siano destinate ad aumentare (Cfr. J. Setzer, C. Hingham, *Global Trends in Climate Change Litigation: 2025 snapshot*, pubblicato dal Grantham Research Institute on Climate Chage and Environment presso la London School of Economics and Political Science, giugno 2025 (reperibile online: *lse.ac.uk*). Cfr. altresì V. Meli, *L'esperienza della climate change litigation nei confronti delle imprese nel contesto europeo*, in questa *Rivista*, 2025, 942.

[75] C. Voigt, J. Udel, *Duty of Care*, in *The Cambridge Handbook on Climate Litigation*, M. Wewerinke-Singh and S. Mead (ed.), Cambridge, 248.

[76] Non sono presenti, per esempio, riferimenti a meccanismi di inversione dell'onere probatorio, non necessariamente estranei al regime della responsabilità civile (si veda lo stesso codice civile italiano). Altrettanto esemplificativa è la previsione di cui al co. 2 dell'art. 29 CS3D (mantenuta nella versione attuale), che esplicitamente esclude la possibilità che alla violazione delle condotte prescritte segua la condanna al pagamento di cd. danni punitivi. La presente sede non permette una valutazione esaustiva in merito alle ragioni che storicamente hanno condotto, in via generale, ad escludere la disciplina dei danni punitivi dall'ordinamento italiano e da altri ordinamenti europei, condivisibili o meno che siano; è tuttavia plausibile che, a fronte della paventata volontà di far fronte ad un problema di portata sistemica e con risvolti negativi per intere comunità di persone, il ricorso a meccanismi disincentivanti quali appunto i danni punitivi – o, richiamando l'altro esempio citato, l'introduzione di meccanismi di inversione dell'onere della prova – potrebbe avere un effetto positivo in termini di allineamento della condotta delle imprese agli interessi degli *stakeholders*).

deflazione del contenzioso climatico quale fenomeno generale, a beneficio dell'attrattività del mercato unico, quanto la riduzione del rischio che siano pronunciate sentenze di condanna nei confronti delle società convenute. Assodata la rilevanza generazionale del problema del cambiamento climatico e acclarato (in quanto così prescritto dal legislatore europeo) che al dibattito in merito a come fronteggiare tale problema debbano prendere parte anche i privati, sarebbe auspicabile che la riduzione del rischio di liti pretestuose fosse perseguito non rendendo più tortuoso il ricorso alla giustizia *tout court*, ma fornendo a chi tali controversie si troverà a giudicare strumenti quanto più possibile omogenei e chiari per espungere dal sistema le azioni capziose e palesemente infondate e mettendo le autorità di vigilanza deputate al controllo del rispetto di determinate condotte nelle condizioni di poter svolgere tale attività in maniera puntuale. A vantaggio, sembrerebbe potersi concludere, della competitività del mercato europeo.

5. *L'eliminazione dell'obbligo di adozione di un piano di transizione climatica: tra rischio di* greenwashing *e mancata attuazione degli Accordi di Parigi*

Che l'approvazione del Pacchetto *Omnibus I* possa generare inattesi effetti negativi dal punto di vista del "rischio contenzioso" appare a maggior ragione sostenibile in considerazione dell'eliminazione dell'obbligo di predisporre e dare attuazione a un piano di transizione climatica volto al raggiungimento degli obiettivi *net-zero*, che come detto costituiva il secondo cardine della CS3D.

Già a fronte della proposta di modifica elaborata dalla Commissione nel febbraio 2025 – che come detto sembrava tramutare la necessità di predisposizione del piano di transizione in un mero esercizio di forma [77] – appariva condivisibile l'opinione secondo cui *(i)* il perseguimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni con il coinvolgimento del settore privato, da un lato, e *(ii)* il miglioramento qualitativo dell'articolato normativo, a beneficio del principio della certezza del diritto e funzionale al contenimento del rischio di instaurazione di contenziosi, dall'altro, passassero piuttosto attraverso la miglior articolazione dei contenuti che il piano di transizione avrebbe dovuto avere e dei parametri secondo cui tale piano dovesse essere valutato [78].

[77] Cfr. nt. 47.

[78] Il riferimento è alle note congiunte rilasciate in data 17 febbraio, 8 maggio e 26 novembre 2025 da un nutrito gruppo di Studiosi – coordinato dall'*Oxford Sustainable Law Programme* – e indirizzate alla Commissione Europea al fine appunto di evidenziare le problematiche derivanti dalla eventuale approvazione dell'emendamento proposto all'art. 22 e, in ogni caso, dalla completa eliminazione dello stesso (reperibili online: *media.business-humanrights.org*; *smithschool.ox.ac.uk*; *notreaffaireatous.org*).

In maniera peraltro contraddittoria rispetto all'ulteriore finalità dichiarata del Pacchetto *Omnibus I* – di alleggerimento degli obblighi posti in capo alle imprese quale volano per favorirne la maggior competitività – la proposta sembrava invece ottenere risultati opposti: sostituendo il chiaro riferimento alla necessità di implementazione di tale piano ("*put into effect*") con un più generico riferimento all'adozione di "*implementing actions*", a venir sacrificato era a ben vedere proprio il livello di armonizzazione nell'adozione di misure volte a supportare la transizione *green* delle grandi società europee, a sua volta ritenuto necessario al fine del raggiungimento degli obiettivi posti dagli Accordi di Parigi e fatti propri dal *Green Deal*.

Compromessa sembrava pure l'opportunità di un intervento legislativo capace di garantire certezza in un contesto ancora normativamente in divenire, in linea con quanto peraltro messo in evidenza dal Giudice olandese. Fermo il rischio, di cui si è già detto, potenzialmente derivante dall'attuazione di scelte imprenditoriali difformi dagli impegni e proclami assunti a livello di *policy* interne, emerge infatti chiaramente dalla lettura della sentenza della corte d'appello di The Hague un invito ai legislatori ad intervenire in modo chiarificatore in punto di individuazione dei target di riduzione delle emissioni da raggiungere e di modalità di raggiungimento degli stessi [79], non potendo tale specifica lacuna essere colmata in modo soddisfacente dal potere giudiziario. In questo invito ad intervenire da parte di un formante (quello giurisprudenziale) nei confronti di un altro (quello legislativo) emerge che una tale valutazione presupporrebbe una presa di posizione prima di tutto politica e di politica legislativa, a beneficio non solo degli *stakeholders* ma anche (e forse ancor prima) delle società destinatarie delle numerose disposizioni introdotte in attuazione del *Green Deal* europeo, sì da permettere in maniera più chiara a tutti i soggetti coinvolti di stabilire *quando* le azioni poste in essere al fine di supportare la transizione *green* possano ritenersi sufficienti o insufficienti.

La proposta di modifica avanzata dalla Commissione è sembrata al contrario idonea ad aumentare quegli stessi rischi che in teoria si intendevano eliminare. Come è stato evidenziato [80], lasciare agli stati membri la definizione dei termini secondo cui dare attuazione al generico obbligo di adozione del piano di transizione, riducendo quindi il grado di armonizzazione sul punto, avrebbe comportato, in caso di controversia in merito alla coerenza e adeguatezza delle azioni adottate dalle singole società al fine della riduzione del loro impatto ambientale, l'aumento dell'incertezza riguardo al loro esito – il che di certo non favorisce l'attrattività dei

[79] È anzi interessante notare come sia stata la stessa RDS, nel corso del primo grado di giudizio, ad enfatizzare la necessità di una presa di posizione netta da parte del legislatore volta a definire in maniera quanto più chiara possibile i limiti "del campo da gioco" (cfr. The Hague District Court, cit., par. 2.5.17).

[80] Cfr. nt. 78.

mercati europei [81]. Ancora, veniva suggerito, l'imposizione di obblighi di *disclosure* (in parte già contenuti nella CSRD) senza che ad essi facesse seguito un'effettiva fase di attuazione degli impegni assunti (tipica della sola CS3D) rischiava di far aumentare in maniera rilevante il fenomeno del *greenwashing* da parte delle società interessate, anche in questo caso, è evidente, aumentando il rischio di controversie [82].

Ebbene, la definitiva eliminazione di ogni obbligo di predisposizione del piano di transizione acuisce le perplessità già avanzate.

Come efficacemente osservato, nell'introduzione dell'obbligo in questione poteva leggersi il tentativo di utilizzare costruttivamente le dichiarazioni d'intenti che le grandi società già formulano per posizionarsi sul mercato in maniera competitiva, al fine di convertirle in vere e proprie dichiarazioni promissorie rivolte alla generalità e quindi caricandole di efficacia vincolante [83]. Se si condivide tale lettura, sembra possibile concludere che l'eliminazione dell'art. 22 faccia venire meno la possibilità che ciò accada, aprendo la strada al *greenwashing*, senza peraltro alcuna garanzia che il mancato rispetto degli impegni climatici assunti a livello di *policy* interne non venga comunque portato all'attenzione dei giudici di merito (cfr. par. 4.2 *supra*). Registrato il dato relativo al progressivo aumento, negli ultimi anni, del numero di contenziosi instaurati al fine di ottenere dalle corti adite pronunce in merito agli obblighi di riduzione delle emissioni delle grandi imprese anche e soprattutto al fine di colmare le lacune normative in materia [84], l'eliminazione dell'art. 22 CS3D appare in sintesi idonea ad aumentare il rischio che tali azioni vengano proposte, non a ridurlo.

Anche la modifica in commento appare poi – analogamente a quanto si è detto per la revisione dell'art. 29 – fortemente criticabile dal punto di vista del metodo,

---

[81] Ead.

[82] Ead. Per *greenwashing* si intende, come noto ed in via di prima approssimazione, la strategia di *marketing* ingannevole utilizzata da aziende o istituzioni per costruire un'immagine ecologicamente sostenibile di sé e dell'attività svolta, nascondendo l'effettivo impatto ambientale negativo di tale attività. In dottrina il fenomeno è stato definito come "the unsubstantiated or misleading claims regarding an actor's environmental performance" (così W.S. Laufer, *Social Accountability and Corporate Greenwashing*, in *J. of Bus. Ethics*, 2003, 255) o come "the selective disclosure of positive environmental or social impacts of a company's business practices, without complete disclosure of negative impacts" (così T.P. Lyon, J.W. Maxwell, *Greenwash: Corporate Environmental Disclosure under Threat of Audit, in J. of Econ. & Management Strategy*, 2011, 5). Quando oggetto di tali dichiarazioni è specificamente il rapporto tra l'attività dei soggetti che le rendono e il cambiamento climatico, il fenomeno è generalmente denominato "*climate-washing*" (cfr. L. Benjamin et al., *Climate-Washing Litigation: Legal Liability for Misleading Climate Communications*. *Policy Briefing*, a cura di *The Climate Social Science Network*, 2022).

[83] M. D'Auria, *Climate Litigation, una riflessione preliminare a margine della cd. "giusta causa"*, in *IANUS Diritto e Finanza, Rivista di studi giuridici*, 2024, 29, 11 ss. (reperibile online: *rivistaianus.it*).

[84] Cfr. nt. 74.

costituendo l'obbligo di adozione del piano di transizione il principale elemento di raccordo tra le previsioni imposte agli Stati nazionali dagli Accordi di Parigi e la necessità di tramutare gli impegni ivi presi in indicazioni operative per i soggetti privati, finalizzate a favorire la partecipazione di questi ultimi alla transizione *green*. Evidentemente, venendo meno la previsione in commento il raggiungimento di tale obiettivo appare più arduo.

Ferma la condivisibile necessità di semplificazione del testo della direttiva, sembra possibile dubitare del fatto che lo scenario immaginato dal legislatore europeo con il Pacchetto *Omnibus I* possa ritenersi idoneo a garantire l'efficacia di un impianto normativo pensato per favorire il raggiungimento degli obiettivi di riduzione delle emissioni a livello europeo attraverso il coinvolgimento delle grandi imprese ed in linea con gli impegni assunti con gli Accordi di Parigi, nonostante tale rimane – sulla carta – il fine dell'impianto normativo in questione.

Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza
Newly listed issuers under the reform of the Consolidated Law on Finance[*]

[*] La presente sezione raccoglie gli atti del Convegno "Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza", tenutosi il 17 giugno 2026 presso la Facoltà di Giurisprudenza dell'Università degli Studi di Roma, La Sapienza. I contributi sono pubblicati secondo l'ordine in cui le relative relazioni sono state presentate nel corso del Convegno.

Brevi note introduttive ai lavori del Convegno

Opening remarks to the Conference

Giuliana Scognamiglio*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-9

Buon pomeriggio a tutti e tutte.

Nella mia qualità di coordinatrice della Direzione, ho il piacere e l'onore di introdurre i lavori di questo Convegno, promosso dalla Rivista *Orizzonti de diritto commerciale*, che è la rivista online dell'omonima Associazione italiana dei professori universitari del diritto commerciale.

L'organizzazione scientifica del Convegno è stata frutto di un lavoro di squadra, condotto da me insieme ai colleghi, Marco Maugeri e Giovanni Strampelli, che ringrazio vivamente.

Il tema delle società neo-quotate è stato scelto di comune accordo con Marco e Giovanni, nella consapevolezza che si tratti soltanto di un piccolo tassello della importante, pervasiva e policentrica riforma del nostro diritto societario e dei mercati finanziari operata con la "legge capitali" del 2024 ed ora con il d.lgs. n. 47/2026: ma è un tassello che, secondo noi, consente di avere una visuale più ampia su quello che è lo spirito della riforma, sui suoi punti di forza ed anche su eventuali debolezze.

La molteplicità e l'autorevolezza delle adesioni al nostro invito, da parte di relatori di estrazione non solo accademica, nonché la presenza in aula di un pubblico che appare fortemente interessato, confermano, mi pare, che la scelta tematica è stata felice. Molti altri ed importanti convegni saranno organizzati, con caratteristiche di maggiore ampiezza e di attenzione a tutti gli istituti introdotti o novellati dalla riforma: la nostra Rivista ha volutamente scartato il modello del

* Professore ordinario di diritto commerciale, Sapienza Università di Roma; e-mail: giuliana.scognamiglio@uniroma1.it. Si tratta delle parole pronunciate in apertura dei lavori del convegno su "Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?", promosso da questa Rivista ed ospitato dalla Sapienza Università di Roma il 17 giugno 2026. Nelle pagine che seguono pubblichiamo le relazioni e gli interventi presentati in occasione di detto convegno.

grande convegno onnicomprensivo, che avrebbe richiesto uno sforzo organizzativo al quale non siamo probabilmente ancora preparati; ha inteso piuttosto promuovere ed attivare un dibattito circoscritto a quella che sembra essere una delle scelte che meglio caratterizzano la riforma, in quanto mira (non tanto ad istituire una nuova fattispecie, quella delle società neo-quotate, bensì) ad offrire alle imprese un fascio inedito di possibilità, aprendo la strada ad una fase di sperimentazione (di qui il riferimento al "laboratorio" nel titolo del nostro Convegno), di per sé affascinante, a mio avviso, come tutte le sperimentazioni, ma anche foriera di qualche rischio (persino, secondo alcuni, come sentiremo anche oggi da Giuseppe Guizzi, di qualche dubbio di legittimità costituzionale): una fase, quindi, bisognosa di essere osservata, anche nell'applicazione concreta che se ne farà, con particolare attenzione, tenendo conto di tutti gli interessi coinvolti.

Non posso chiudere queste brevissime note iniziali se non rivolgendo un caloroso ringraziamento a tutte le nostre relatrici ed ai nostri relatori, che ci porteranno la prospettiva delle Autorità (il MEF) coinvolte nel processo legislativo e quello delle associazioni di categoria (Assonime ed Assogestioni), la prospettiva comparatistica (Francesco Vella) e quella dell'analisi economica del diritto (Andrea Perrone e Andrea Zoppini), lo sforzo di ricostruzione del sistema, attraverso l'analisi delle modifiche apportate alla disciplina delle operazioni con parti correlate (Anna Genovese) e quella dell'istituto assembleare nelle società di nuova quotazione (Serenella Rossi).

Gli interventi saranno distribuiti in due sessioni successive di lavoro, coordinate rispettivamente da Giovanni Strampelli e Marco Maugeri, che formuleranno alcune considerazioni di sintesi al termine di ciascuna sessione.

Auguro buon lavoro a tutte e tutti noi qui presenti in aula e buon ascolto a chi ci segue da remoto.

Le "società neoquotate" e l'autonomia statutaria nel percorso di riforma dei mercati dei capitali: un inquadramento di sistema

Reforming the rules for newly listed companies in the broader capital markets reform: a systematic analysis

Stefano Cappiello*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-10

ABSTRACT

Il contributo inquadra il nuovo regime delle società neoquotate con un'analisi articolata su due piani. In senso "orizzontale", diacronico e sistematico, l'indagine ripercorre la strategia di modernizzazione dell'ordinamento dei mercati dei capitali seguita negli ultimi dieci anni, enfatizzando l'importanza dell'interazione tra istituzioni, ordinamento, e mercato, prima per superare la crisi dei crediti deteriorati del 2015-2016 (attraverso un disegno "a mosaico" di efficaci iniziative legislative e amministrative) e, poi, per rinforzare l'"ecosistema" finanziario, intervenendo sulle diverse componenti del *funding escalator*, necessarie per accompagnare le imprese in ogni fase del loro ciclo di vita. Sotto questo aspetto, si sottolinea la complementarietà tra norme volte a facilitare l'accesso delle imprese ai mercati e diverse misure dirette a stimolare l'afflusso dei capitali sui mercati (pubblici e privati), in particolare con riguardo ai recenti interventi concernenti i fondi pensione, quali essenziali investitori di "lungo periodo". La trattazione si concentra quindi, "in verticale", sul regime delle neoquotate, evidenziando: (i) la coerenza di questa riforma con gli obiettivi economici di fondo che hanno caratterizzato la strategia complessiva seguita nell'ultimo decennio; (ii) al contempo, il cambio di indirizzo di politica del diritto (invero già evidente anche in precedenti interventi

* Dirigente generale presso il Ministero dell'economia e delle finanze; incaricato di diritto dell'economia presso l'Università degli Studi di Roma Tre; e-mail: stefano.cappiello@mef.gov.it. Le opinioni espresse sono esclusivamente personali. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*" promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

legislativi) rispetto alla Legge Draghi, attraverso una maggiore valorizzazione dell'autonomia statutaria come fattore di "attrazione". A quest'ultimo riguardo, a fronte del recente dibattito circa il rischio di "conseguenze non volute", il contributo si conclude sottolineando che – in analogia con l'esperienza maturata con la crisi dei deteriorati – gli obiettivi attesi dal legislatore potranno essere conseguiti solo attraverso la fattiva interazione tra regole e variabili istituzionali e di mercato, accompagnando questa innovazione legislativa con il potenziamento dei meccanismi reputazionali, di autodisciplina, di monitoraggio e vigilanza in senso ampio, che sono fondamentali per neutralizzare il rischio di meccanismi di "selezione avversa" .

The paper frames the new regime for newly-listed companies through an analysis articulated on two levels. In a "horizontal," diachronic and systemic sense, the inquiry retraces the modernization strategy pursued by the Italian capital markets legal framework over the past decade, emphasizing the importance of the interaction between institutions, the legal order, and the market – first in overcoming the non-performing loans crisis of 2015-2016 (through a "mosaic-like" design of effective legislative and administrative initiatives) and, subsequently, in strengthening the financial ecosystem through the consolidation of the various components of the funding escalator needed to accompany firms through every stage of their life cycle. In this respect, the paper underscores the complementarity between rules aimed at facilitating firms' access to the markets and various measures directed at stimulating the inflow of capital into the markets (both public and private), with particular regard to recent interventions concerning pension funds, as essential "long-term" investors. The discussion then turns "vertically" to the regime for newly-listed companies, highlighting: (i) the consistency of this reform with the underlying economic objectives that have characterized the overall strategy pursued over the last decade; and (ii) at the same time, the shift in legal policy direction (already evident, in truth, in earlier legislative interventions) relative to the so-called legge Draghi, *through a greater emphasis on statutory autonomy as a factor of "attractiveness". On this latter point, in light of the recent debate over the risk of possible "unintended consequences", the paper concludes by stressing that – as shown by the experience gained in addressing the non-performing loans crisis – the outcomes targeted by the legislature can be achieved only through the effective interaction of rules with institutional and market variables, hence accompanying this legislative innovation with the strengthening of reputational mechanisms, self-regulation, and monitoring and supervision in broad terms, which are essential to neutralize the risk of adverse-selection dynamics.*

SOMMARIO:

1. Ambito della ricognizione. – 2. "Ecosistema" finanziario, "biodiversità", e *funding escalator*. – 3. La risposta "di sistema" alla crisi dei crediti deteriorati. – 4. Dell'afflusso dei capitali sul mercato. – 4.1 Gli interventi su *venture capital, private equity*, e gestione del risparmio. – 4.2. La revisione della disciplina dei fondi pensione. – 4.3. I *savings and investment account*. – 5. Il regime delle neoquotate in questa cornice. – 5.1. Dall'imperatività all'autonomia statutaria come fattori di "attrazione" del mercato regolamentato. – 5.2. Del "rischio di conseguenze non volute".

1. *Ambito della ricognizione*

Consentitemi innanzitutto di spiegare le ragioni di questo lungo titolo, "alla Wertmüller" era solito dire il professor Ferro-Luzzi. Trattandosi della relazione introduttiva di questa prima sessione, mi sembra invero appropriato che essa non si soffermi sui singoli tratti della "fattispecie" e relativa disciplina della società neoquotata, oggetto della sessione in sé, bensì serva da viatico alla discussione, concentrandosi sul rilievo che l'innovazione in questione assume tanto nella strategia di politica del diritto che caratterizza questa specifica riforma, quanto nell'ambito del decennale percorso di "modernizzazione" dell'ordinamento giuridico italiano dei mercati dei capitali, che ha preso avvio all'apice dell'impatto in Italia dell'"onda lunga" della grande crisi finanziaria (2015-2016).

Credo infatti che guardare a questa specifica riforma da questa prospettiva – storica e di sistema al tempo stesso – da un lato permetta di fare chiarezza sul piano "macro", degli obiettivi, perché consente di ancorare a termini di riferimento più concreti la discussione sulla sua capacità di accrescere o meno la *competitività dei mercati finanziari italiani*, locuzione che spesso viene invece utilizzata senza che ne siano definiti perimetro e contenuti.

Dall'altro lato, l'inquadramento diacronico e sistematico mi sembra uno strumento utile anche sul piano "micro", della definizione della fattispecie e della declinazione della disciplina dell'istituto di cui trattiamo oggi. Esso fornisce infatti non solo un metro per misurare il successo o meno di questa innovazione – come dicevo prima – ma consente anche di porre in luce come ulteriori "elementi di contesto" – tuttora in corso di evoluzione – potranno giocare un ruolo decisivo per determinare se e come la variabile dell'autonomia statutaria (che è ovviamente un cardine di questo regime, come ci diranno meglio le relazioni seguenti) potrà o no essere in concreto declinata in modo confacente agli obiettivi di competitività di questa riforma.

Seguendo questa *actio finium regundorum*, vorrei prendere le mosse sottolineando che il tema di cui oggi discutiamo è a ben vedere un tassello di un mosaico. Un mosaico che rappresenta una strategia, integrata, di riforma del complessivo "ordine giuridico del mercato" finanziario.

Il riferimento all'opera del professor Irti è evidentemente voluto e credo quanto mai appropriato, perché il percorso evolutivo che mi accingo a ricordare, e le tappe di cui esso si compone, sottolineano – e nella parte del cammino già compiuta attestano – come l'ordinamento giuridico può "fare la differenza", e dimostrarsi un'infrastruttura immateriale essenziale per la crescita dell'economia, tra l'altro "a costo zero" per la finanza pubblica.

Come anticipato, sulla scorta di queste considerazioni di carattere orizzontale, trasversale, l'analisi potrà concentrarsi in verticale sul tema specifico di cui trattiamo oggi, e sulle precondizioni di sistema che possano indirizzare il corretto esercizio dell'autonomia statutaria.

Non so quanto sia chiara questa dichiarazione di intenti in introduzione, spero comunque che essa diverrà comunque più intellegibile al momento delle conclusioni.

2. *"Ecosistema" finanziario, "biodiversità", e* funding escalator

Per identificare il *fil rouge* che lega le iniziative che mi accingo a ripercorrere sinteticamente, è necessario innanzitutto tenere presente che il sistema finanziario funziona come un "ecosistema", di cui sono parte una pluralità di strutture e attori diversi. Per citarne alcuni: le banche, i fondi di venture capital, i fondi di *private equity*, le assicurazioni, i fondi armonizzati, i fondi chiusi o "alternativi", le infrastrutture di mercato – di trading e di post-trading, regolamentate e non – le agenzie di rating, i *proxy advisors*, i fondi pensione, l'articolato mondo del *fintech*.

Ciascuno di questi "copre" un segmento diverso del ciclo di vita di un'impresa, e accompagna quest'ultima in modo differente nella sua crescita in termini di dimensione, innovazione, qualità e quantità di prodotto e servizio.

Quando trattiamo il tema della "finanza a servizio dell'economia reale", dobbiamo tener conto della funzione fondamentale di questa "biodiversità", in forza della quale ciascuno dei suddetti contribuisce in modo organico al corretto funzionamento della funzione di intermediazione, fornendo un servizio diverso e complementare, ovvero servizi funzionalmente analoghi ma con caratteristiche e tasso di specializzazione diversi.

Il caso che viene spesso utilizzato per esemplificare questo aspetto è quello delle imprese che operino in settori con elevato tasso di innovazione o siano soggette a ristrutturazione, le quali proprio in quanto impegnate in settori o fasi con un profilo alto di rischio hanno relativamente minor bisogno di – e convenienza dal – debito bancario (che non incentiva l'assunzione di rischio) e decisamente maggiore necessità di accesso al finanziamento in *equity* o *quasi-equity*, non a caso chiamato "capitale di rischio".

È chiaro che per favorire la nascita e la crescita di questo tipo di imprese occorre costruire un sistema finanziario che, accanto al tradizionale canale bancario, presenti un adeguato numero di soggetti e strutture che siano specializzati nell'offerta di capitale di rischio, quali i fondi di venture capital, i fondi di *private equity*, e i mercati azionari, regolamentati e non (come i sistemi multilaterali di negoziazione). Soggetti e strutture, quelli appena elencati, il cui valore aggiunto consiste non solo nell'offerta di capitale di rischio ma anche nella loro capacità di *promozione* e *selezione* dei progetti imprenditoriali più meritevoli e nella connessa funzione di *accompagnamento* (*advisory*) di questi ultimi [1]. Aspetto quest'ultimo che

[1] La letteratura sul punto è vasta, per un'introduzione cfr. R. Rajan, L. Zingales, *Financial Systems, Industrial Structure, and Growth*, in *Oxford Review of Economic Policy*, (2001), 17, 467-482.

viene spesso trascurato quando si discute di questo tema ed è invece una fondamentale considerazione a sostegno dell'importanza della biodiversità.

In sintesi, ciascuno degli attori dell'ecosistema finanziario fornisce un apporto diverso, complementare e sinergico, e questi soggetti nel loro insieme offrono un *continuum* di prestazioni differenziate, in termini di offerta di capitali ma non solo, a servizio dell'economia reale. Questo *funding escalator* rappresenta pertanto un termine di riferimento essenziale per valutare se un sistema finanziario sia realmente competitivo nella sua funzione di servizio dell'economia reale. E proprio in questa prospettiva possono essere lette le principali iniziative legislative promosse e realizzate nel settore finanziario negli ultimi dieci anni, tutte riconducibili in ultima analisi all'obiettivo generale di costruire e consolidare questo *funding escalator* [2].

A questo punto si potrebbe osservare che già la c.d. legge Draghi mirava a porre le basi per un sistema finanziario in cui accanto al settore bancario vi fossero mercati di capitali – pubblici e privati – capaci di ampliare le fonti di finanziamento – il *funding escalator* – a disposizione delle imprese.

L'osservazione è corretta: le tappe percorse in quest'ultimo decennio si collocano sotto questo aspetto in linea di continuità con la stagione del testo unico della finanza. Dal raffronto con quella stagione emerge tuttavia anche un significativo cambio di impostazione circa le modalità con cui il medesimo obiettivo è oggi perseguito, in quanto il mutato contesto di riferimento ha suggerito, come vedremo, scelte di fondo di politica del diritto ed economica diverse da quelle in allora adottate.

3. *La risposta "di sistema" alla crisi dei crediti deteriorati*

Il punto di partenza, cronologico e logico, di questa ricostruzione è il biennio 2015-2016, periodo nel quale il materializzarsi di un picco insostenibile di crediti deteriorati (NPL) in capo al sistema bancario italiano ha rappresentato il riscontro empirico della debolezza intrinseca che caratterizza un sistema finanziario in cui il credito bancario abbia un ruolo eccessivamente dominante nelle fonti di finanziamento dell'economia reale. Tale squilibrio è stato infatti alla base del circolo vizioso che si è innescato tra sistema bancario ed economia reale in Italia, con effetti prociclici che hanno progressivamente ampliato la portata della crisi originata Oltreoceano alcuni anni prima.

D'altro canto, dell'importanza di questo fattore *strutturale*, si ha riprova dalla rapidità con il quale gli Stati Uniti sono stati capaci di reagire alla grande crisi

[2] Questo il perno della strategia e delle iniziative presentate nel "Libro Verde" del Ministero dell'economia e delle finanze, "*La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*", luglio 2022, reperibile in *dt.mef.gov.it*.

finanziaria (GCF). Reattività che si spiega non solo in ragione della pronta messa a terra, sull'altra sponda dell'Atlantico, di una rete di sicurezza a livello federale [3], ma anche per il maggior peso relativo negli Stati Uniti dei mercati dei capitali, che hanno assolto la loro funzione di distribuzione e assorbimento dei rischi e di promozione della ripartenza, caratteristiche intrinseche del capitale di rischio.

Sotto questo punto di vista *strutturale*, il picco degli NPL in Italia ha quindi rappresentato un punto di svolta, nel quale è divenuta evidente la duplice esigenza: (i) attivare, da un lato, una risposta istituzionale alla crisi sistemica del settore bancario, per consentire la ripartenza dell'economia reale; (ii) avviare, dall'altro, una riflessione sull'adeguatezza dell'impianto normativo e di vigilanza a sostegno della crescita dei mercati dei capitali.

Sul primo fronte, l'esperienza italiana rappresenta un esempio di come le istituzioni – attraverso un approccio di sistema – possano essere decisive per superare una situazione di un fallimento del mercato, come è stato di recente anche attestato in un recente studio sul caso italiano da parte del *financial stability board* [4].

Il tema richiederebbe un approfondimento a sé, mi limito a riepilogare in modo necessariamente approssimativo e incompleto le leve regolamentari e di vigilanza che furono adottate, volendo soprattutto in questa sede enfatizzare l'approccio integrato che in quella stagione fu adottato per favorire la creazione e attivazione di un efficiente mercato secondario dei crediti deteriorati, come in effetti è avvenuto. Essenziali a tal fine sono state misure quali l'introduzione di un regime giuridico *ad hoc* per consentire la cartolarizzazione degli NPL [5]; la revisione dei criteri e presidi di vigilanza in fase di erogazione dei crediti e delle politiche prudenziali di accantonamento [6]; la riduzione dei tempi delle procedure di recupero dei crediti e

[3] Laddove nella prima fase della crisi nell'Unione europea hanno prevalso interventi nazionali non coordinati (*chacun pour soi*), che hanno contribuito alla successiva "spirale negativa" tra rischio bancario e rischio sovrano, dalla quale è scaturita la seconda fase della GCF, realizzatasi solo in Europa. Per un quadro delle risposte alla crisi finanziaria globale e delle misure adottate negli Stati Uniti e nell'Unione europea, cfr. V.V. Acharya, T.F. Cooley, M. Richardson & Ingo Walter (eds.), *Regulating Wall Street: The Dodd-Frank Act and the New Architecture of Global Finance* (Wiley/NYU Stern, 2011; Commissione europea, *State Aid Scoreboard 2012. Report on State Aid Granted by the EU Member States*, COM(2012) 778 final).

[4] Financial Stability Board, *Peer Review of Italy*, 18 gennaio 2024, reperibile in *fsb.org*. Il rapporto esamina l'esperienza italiana nella riduzione dei crediti deteriorati mediante lo sviluppo del mercato secondario degli NPL, con particolare riferimento alle leve regolamentari e di vigilanza, al meccanismo GACS, e agli interventi in materia di esecuzione, ristrutturazione del debito e insolvenza.

[5] Cfr. art. 7.1 della legge 30 aprile 1999, n. 130, introdotto dall'art. 60 *sexies* del d.l. 24 aprile 2017, n. 50, convertito, con modificazioni, dalla legge 21 giugno 2017, n. 96, recante la disciplina delle operazioni di cartolarizzazione aventi ad oggetto crediti deteriorati realizzate da banche e intermediari finanziari.

[6] Cfr., tra gli altri, Banca centrale europea, *Guidance to banks on non-performing loans*, marzo 2017; Banca centrale europea, *Addendum to the ECB Guidance to banks on non-performing loans: supervisory expectations for prudential provisioning of non-performing exposures*, marzo 2018;

delle procedure di ristrutturazione delle imprese [7]. Determinante infine è stata l'introduzione della garanzia statale a condizioni di mercato (come attestato dalla Commissione europea) sulle *tranche senior* delle cartolarizzazioni di NPL, che ha rappresentato il *bridge* mancante per colmare quella differenza tra *bid* e *ask*, tra domanda e offerta, che impediva la creazione di un mercato secondario dei crediti deteriorati. Mi preme proprio rimarcare questo punto: lo schema GACS ha agito da "acceleratore" per l'attivazione degli investimenti in capitale umano e in tecnologia che erano necessari, da parte delle banche e degli operatori specializzati quali i *servicer*, per l'avvio e il corretto funzionamento del mercato. Investimenti non si sarebbero altrimenti concretizzati, sicuramente non con i tempi richiesti dalla portata della crisi sistemica che era in atto.

A fronte del funzionamento del mercato sufficientemente maturo e liquido, lo schema ha cessato di avere la sua ragion d'essere ed è stato conseguentemente interrotto.

Come dicevo da principio, credo sia importante quanto meno menzionare le direttrici di questa strategia di sistema, perché dimostra il valore aggiunto sul piano collettivo cui può portare la corretta interazione tra istituzioni, ordinamento e mercato. Anche grazie ad essa, a dieci anni dalla "crisi dei deteriorati", le banche italiane presentano in genere condizioni di solidità e redditività migliori della media europea o in linea con essa [8], e riscuotono la fiducia dei mercati.

4. *Dell'afflusso dei capitali sul mercato*

La ridotta dimensione di mercati dei capitali in rapporto al PIL e al tasso di risparmio *pro capite* è un tratto comune a tutti gli Stati dell'Unione europea, in raffronto agli Stati Uniti e ad altre economie asiatiche [9]. Tuttavia, questo fattore di debolezza è cronicamente più acuto in Italia, come testimoniato anche dalla dimensione assunta dalla crisi dei crediti deteriorati rispetto ad altre economie europee.

---

regolamento (UE) 2019/630 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 aprile 2019, che ha modificato il regolamento (UE) n. 575/2013 introducendo una copertura minima delle perdite sulle esposizioni deteriorate. EBA, *Guidelines on Loan Origination and Monitoring*, 25 agosto 2022.

[7] EBA, *Report on National Insolvency Benchmarks*, 31 ottobre 2025.

[8] Fondo Monetario Internazionale, *Italy Financial Sector Assessment Program*, luglio 2026, reperibile in *imf.org*, nell'esprimere un giudizio positivo sulla resilienza del sistema finanziario italiano ha in particolare osservato: "*Banks' nonperforming loan (NPL) ratios have declined to historically low levels, supported by active secondary markets, supervisory pressure, and the use of government-guaranteed securitizations*".

[9] OECD, *Corporate Governance Factbook 2025,* OECD Publishing, 2025; M. Burkl, C. Allchin, A. Boegli, N. Dienerowitz e R. Nesselhauf, *The Capital Flywheel. European Capital Markets Report*, 2024, reperibile in *oliverwyman.com*.

Conseguentemente, raggiunto il traguardo della messa in sicurezza del sistema bancario, nel 2019 [10] è ripresa la riflessione sul complementare obiettivo di intervenire sull'ordinamento dei mercati dei capitali italiani, per favorirne la competitività a supporto dell'economia reale, nei termini già ricordati che questa locuzione implica.

Tra le varie angolature dalle quali può essere analizzata la riforma che ne è scaturita – sulla base di un pluriennale lavoro caratterizzato da un efficace collaborazione tra istituzione, autorità di vigilanza, associazioni di categoria, accademia – l'incontro odierno si concentra su quel capitolo della riforma che è specificamente volto a stimolare l'accesso ai mercati e la permanenza su di essi da parte delle imprese. Senza voler nulla togliere alla fondamentale importanza di questa innovazione, vorrei tuttavia qui attirare l'attenzione sulla circostanza che per quanto si possa incentivare l'accesso degli imprenditori ai mercati, tale obiettivo non può essere conseguito se correlatamente non ci si preoccupa di facilitare l'afflusso dei capitali su quegli stessi mercati. Occorre in altri termini curare tanto l'aspetto della domanda, quanto quello dell'offerta di capitali.

4.1. *Gli interventi su* venture capital, private equity, *e gestione del risparmio*

Da quest'ultimo punto di vista, questa riforma contiene innovazioni importanti, che meriterebbero un approfondimento a sé. Tra queste ricordo in particolare l'introduzione delle società di partenariato – un "vestito" pensato per assecondare le esigenze di flessibilità degli investitori nei settori del *venture capital* e del *private equity*, capitolo sul quale tuttavia credo che potrebbe essere opportuno ritornare con interventi correttivi che consentano un maggiore gradiente di flessibilità [11] – e la radicale revisione della disciplina dei c.d. dei gestori sotto-soglia, anch'essa pensata per alleggerire l'impianto dei presidi e degli oneri di vigilanza, in modo più proporzionale rispetto alle effettive esigenza di etero-tutela degli investitori, nei casi in cui essi a ben vedere sono invero assolutamente in grado di "difendersi da soli".

4.2. *La revisione della disciplina dei fondi pensione*

In particolare, ai fini in questione credo che un ruolo decisivo potrà essere giocato dalla previdenza complementare.

---

[10] In tale contesto si colloca l'analisi del mercato italiano dei capitali condotta – su iniziativa del Ministero dell'economia e delle finanze – dall'OCSE nell'ambito di un programma della Commissione europea, i cui esiti sono confluiti nel rapporto OECD, *OECD Capital Market Review of Italy* 2020: *Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, OECD Publishing, 2020.

[11] Per una prima disamina cfr. A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *Venture Capital e OICR: le società di partenariato*, in *Società*, 2026, 769 ss.

La comparazione su scala globale rivela che sussiste una correlazione chiara, quasi uno a uno, tra la dimensione complessiva dei fondi pensione e la dimensione dei mercati dei capitali in ciascun ordinamento [12]. Il dato non sorprende: i fondi pensione sono quegli investitori "pazienti" che apportano il loro capitale in un'ottica di lungo periodo, valorizzando così tanto l'interesse alla massimizzazione del ritorno per i propri iscritti, quanto il ruolo dei mercati a servizio dell'economia.

In questa stessa direzione vanno, non a caso, le recenti modifiche introdotte dalla legge di bilancio 2026 [13]. Si tratta di un pacchetto di interventi normativi contenuti, per numero ed estensione dei precetti, ma che possono rivelarsi un volano decisivo tanto per ridurre in prospettiva il c.d. *pension gap* dei lavoratori (attraverso un impiego dei loro risparmi con modalità ben più redditizie nel lungo periodo), quanto per tradurre in investimenti azionari di lungo periodo un'ingente massa di risparmio che è essenziale per poter fare fronte alle sfide sistemiche della transizione digitale, ecologica, e dell'autonomia strategica [14].

È in questa cornice e alla luce di questi obiettivi di sistema che vanno inquadrati il rafforzamento della disciplina del c.d. *auto-enrollment* e l'introduzione della linea di investimento *life-cycle* come opzione di *default*, che – attraverso la tecnica tipica del *nudging* [15] – mirano a conseguire il duplice obiettivo ad aumentare sia il ritorno atteso sull'investimento per l'iscritto al fondo pensione in linea con il proprio orizzonte temporale di pensionamento, sia l'afflusso di risparmio alle imprese sotto forma di capitale di rischio.

Così come sono riconducibili a questi obiettivi le misure del pacchetto normativo in questione volte a incrementare la concorrenza nel settore della previdenza complementare, nonché quelle dirette a dare una maggiore flessibilità agli iscritti nella scelta della prestazione della rendita, che sinora si è rivelata troppo rigida, scoraggiando l'ingresso nella previdenza complementare ovvero inducendo gli iscritti ad abusare della prassi dei ritiri anticipati delle quote previdenziali, al fine di poter accedere al beneficio della prestazione dell'intero capitale,

---

[12] Cfr. C. Magnusson, L. Torelli, *"Do capital markets matter for growth?: Concepts, measurement and mechanisms", OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 50,* OECD Publishing, 2026.

[13] Cfr. co. 201 e 202 della legge di bilancio 2026 (legge n. 199/2025) recanti disposizioni di modifica del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252.

[14] Cfr. in tal senso il Rapporto Draghi, *The Future of European Competitiveness*, settembre 2024; il Rapporto Letta, *Much More than a Market*, aprile 2024.

[15] Il riferimento è ovviamente all'approccio sistematicamente presentato in R.H. Thaler, C.S. Sunstein, *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, Yale University Press, 2008. Da questa prospettiva, gli interventi sull'*auto-enrollment* e la linea *life-cycle* rappresentano anche un potente strumento di educazione finanziaria, stimolando individui e famiglie ad acquisire maggiore consapevolezza sull'importanza delle scelte previdenziali, e sui criteri di scelta tra investimento in debito e/o capitale di rischio, in rapporto anche all'orizzonte temporale di ciascun investitore.

che da eccezione ha finito così nella prassi con il diventare la regola da parte degli iscritti [16].

Anche in questo caso l'economia di questo intervento mi impone di limitarmi a questi spunti, che spero siano tuttavia sufficienti tanto a stimolare l'approfondimento della materia, quanto a segnalare ancora una volta l'approccio e il collegamento "di sistema" sotteso a queste più recenti misure della LB, in rapporto agli obiettivi della riforma oggetto di questa riflessione.

4.3. *I savings and investment account*

Con lo stesso scopo, vorrei infine menzionare un ulteriore "cantiere normativo" che sarà foriero di importanti sviluppi in relazione al disegno di sistema di cui stiamo trattando: la revisione della disciplina dei "piani individuali di risparmio" (PIR). Si tratta di un filone di lavoro che discende dalla recente raccomandazione della Commissione Europea in materia di *savings and investment account* [17], che si colloca a sua volta in un pacchetto di misure, nate nell'ambito del progetto di realizzazione della c.d. *savings and investment union* [18], volte a stimolare, anche attraverso la leva fiscale e l'educazione finanziaria (il cui insegnamento è stato coerentemente introdotto nel sistema scolastico con la legge 5 marzo 2024, n. 21, c.d. "legge Capitali"), un maggiore partecipazione all'investimento azionario da parte di famiglie e individui (investitori *retail*).

È sicuramente prematuro discutere dell'assetto cui condurrà la riflessione in corso. Mi sembra tuttavia plausibile che questa potrà essere un'occasione propizia per spostare maggiormente il baricentro dell'agevolazione fiscale in questione dall'investimento in titoli di debito a quello in titoli di rischio: per le ragioni in precedenza illustrate è di quest'ultimo che il sistema ha bisogno, per finanziare le ricordate transizioni digitale, verde e dell'autonomia strategica.

5. *Il regime delle neoquotate in questa cornice*

Questa sintetica panoramica orizzontale sulle principali, a mio parere, iniziative di sistema (ai fini che qui interessano) condotte in questo decennio, serve a sottolineare tre punti sul piano "micro", dello specifico tema di cui qui si tratta.

---

[16] Nel 2025 le prestazioni pensionistiche in capitale sono risultate pari a 5,5 miliardi di euro, (173 milioni in più rispetto al 2024). Le posizioni trasformate in rendita hanno invece totalizzato solo 463 milioni di euro. L'ammontare medio del capitale convertito in rendita è pari a 111.800 euro (Covip, Relazione Annuale 2025).

[17] Commissione europea, Raccomandazione (EU) 2025/2029, del 30 settembre 2025.

[18] Commissione europea, Comunicazione sull'Unione del risparmio e degli investimenti, COM(2025) 124 final.

Il primo è che indurre nuove imprese a quotarsi non deve essere visto come l'unico o principale obiettivo della riforma posta in essere con la "legge Capitali" del 2024 e il d.lgs. di attuazione del 27 marzo 2026: sarebbe stato miope e velleitario impostare la riforma in questo modo. Miope perché ciò di cui il Paese ha bisogno non è solo stimolare le imprese a quotarsi sui mercati regolamentati, ma di completare il progetto di costruzione di un *funding escalator* completo e resiliente. Velleitario perché la tendenza recessiva nel ricorso delle imprese ai mercati regolamentati è un fenomeno che si registra su scala globale, a fronte di un crescente ricorso al *private debt* e al *private equity* (i cc.dd. mercati dei capitali privati) imputabile anche a ulteriori fattori giuridici ed economici, diversi dalle regole in questione, che possono spiegare in tutto o in parte in termini di efficienza economica la scelta di ricorrere ai "mercati privati" [19].

La seconda considerazione è che avere un nuovo regime specificamente calibrato sulle istanze organizzative delle neoquotate può eventualmente agire da fattore abilitante, ma non può essere di per sé sufficiente. La quotazione rappresenta una fase apicale del ben più ampio e articolato ciclo di vita dell'impresa: il conseguimento di questo traguardo può essere facilitato a livello sistemico solo se sussiste un ecosistema finanziario che sia in grado di accompagnare l'impresa anche nelle fasi precedenti, a partire dalla fase genetica di *start-up.* Se questo nuovo regime potrà condurre a risultati concreti dipenderà pertanto dalla circostanza che l'ordinamento dell'ecosistema finanziario e l'operatività dei suoi attori siano adeguati nel complesso, assicurando il buon funzionamento del sistema in modo integrato.

E quest'ultima considerazione sull'importanza delle variabili di sistema può fornire un angolo visuale utile anche nel trattare quello che mi sembra essere il cuore della principale critica che può essere mossa al nuovo regime, e cioè che l'eccessivo tasso di autonomia statutaria concesso alle "neoquotate" (che peraltro potrebbero anche non essere neoquotate, come si vedrà nella sessione) conduca a eccessivi margini di incertezza, elevando i "costi di transazione" e scoraggiando l'investimento da parte degli investitori istituzionali, così riducendo complessivamente l'efficienza dei mercati.

È uno scenario che non va sottovalutato, per affrontare il quale vorrei preliminarmente osservare che il tema in questione verte a ben vedere sullo snodo centrale della *corporate governance*, oggetto di discussione da oltre un secolo: il tema della composizione tra proprietà e controllo, tra l'esigenza di tutela dei diritti degli investitori proprietà e la domanda di meccanismi efficienti per l'organizzazione, configurazione e gestione dell'impresa.

---

[19] *Ex plurimis* su questo tema, per una riflessione seminale al riguardo cfr. M. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, in 67 *Harv. Bus. Rev.* (1989), 61 ss. e per una ricognizione empirica più recente sul tema, in Europa, cfr. Oxera, *Primary and secondary equity markets in the EU*, 2020, reperibile in *oxera.com*.

5.1. *Dall'imperatività all'autonomia statutaria come fattori di "attrazione" del mercato regolamentato*

Questo *trade-off* non deve essere disciplinato dall'ordinamento di riferimento in modo univoco nel tempo e nello spazio, ma essere bensì composto con soluzioni e tassi di imperatività diversi in relazione al contesto macroeconomico di riferimento e alle conseguenti priorità di politica economica che vengano identificate dal legislatore.

È proprio sotto questo profilo che questa riforma segna una netta "oscillazione del pendolo" rispetto all'impostazione della c.d. legge Draghi. Quest'ultima fu concepita infatti in un contesto macroeconomico in cui la "stagione delle privatizzazioni" rendeva insussistente il tema della carenza di quotazioni e invece poneva al vertice delle priorità l'esigenza di robusti presidi legali di carattere imperativo che – pur rappresentando fattori di rigidità della *governance* – sapessero rassicurare gli investitori istituzionali circa il rispetto delle loro legittime aspettative di investimento. La rigidità era pertanto in tale contesto un fattore di "attrattività". Del resto, la tutela di tali aspettative non avrebbe potuto essere assicurata attraverso la prospettiva di meccanismi reputazionali e di autodisciplina, tipici di mercati maturi ed efficienti che in allora rappresentavano l'infrastruttura da costruire, piuttosto che il terreno su cui poter fondare il nuovo impianto normativo.

L'impostazione appena descritta si consolida peraltro con i dissesti Cirio e Parmalat, in risposta ai quali prende corpo la c.d. legge sul risparmio del 2005, che dà avvio alla stagione del c.d. *gold plating* [20]. Un fenomeno, questo, che ha comportato un innalzamento dei costi per gli emittenti e un'ulteriore rigidità del sistema italiano, rendendolo così sempre meno "attrattivo" sia in assoluto, come dimostrato dalla progressiva riduzione delle nuove quotazioni e dall'incremento dei *delisting*, sia rispetto ad altri mercati e sistemi giuridici europei (se questo sia poi la motivazione sottesa al crescente ricorso al trasferimento della sede e/o della quotazione è questione dibattuta sulla quale non entro, pur ritenendo che la risposta non sia di carattere binario: come spesso accade le concause sono importanti).

Alla luce di queste dinamiche di graduale declino [21], le riflessioni sulla necessità di cambiare "rotta" iniziano a ben vedere a pochi anni dalla legge sul risparmio, con interventi normativi da cui traspare un'impostazione di fondo diversa, non diretta a introdurre vincoli, bensì volta a promuovere il funzionamento dei mercati, rimuovendo ostacoli normativi al dispiegamento delle dinamiche di mercato.

Risale infatti al 2010 l'introduzione del meccanismo della *record date*, che ha

[20] Cfr. sul tema C. Mosca, *Gold plating e competitività*, in P. Marchetti, S. Rossi, G. Strampelli, F. Urbani, M. Ventoruzzo (a cura di), *La S.P.A. nell'epoca della sostenibilità e della transizione ecologica*, Giuffrè, 2024, t. I, 373 ss.

[21] Cfr. OECD, *OECD Economic Surveys: Italy 2026*, OECD Publishing, 2026; Consob, *Relazione per l'anno 2025*, Roma, 2026, 8, reperibile in consob.it.

rimosso un significativo disincentivo economico alla partecipazione nelle assemblee societari dei fondi comuni di investimento, dando la stura a un crescente attivismo anche nelle società italiane quotate, come le evidenze empiriche hanno rivelato. Sempre nell'ottica di una valorizzazione dell'autonomia statutaria volta a promuovere l'accesso delle imprese italiane alla quotazione e la permanenza sui mercati, si distinguono nel 2014 l'introduzione sia del "voto plurimo" (fino a tre voti) prima della quotazione, sia del "voto maggiorato" (nei limiti del doppio) anche per le società già quotate.

Si tratta di interventi emblematici di un cambio di prospettiva, in cui accanto alla *tutela* delle minoranze si avverte – già alcuni anni prima di questa riforma – in modo crescente anche l'esigenza di promuovere maggiori margini di flessibilità statutaria, a supporto della *crescita* attraverso la *competitività* dei mercati. Sul presupposto che in ultima istanza la *migliore tutela anche per gli azionisti di minoranza risieda nel funzionamento di mercati liquidi ed efficienti*.

Il regime delle neoquotate rappresenta quindi un ulteriore, coerente, sviluppo di questa impostazione, che mira a rispondere alle esigenze di utilizzare più ampi spazi di calibrazione della *governance*. Esigenze che peraltro sono avvertite non solo nelle imprese piccole e medie a tradizione e trazione familiare, tipiche della *old econonomy* italiana [22] (che vogliano progressivamente aprire il proprio capitale a nuovi investitori esterni ma ne sono scoraggiati per le rigidità e i costi nella gestione che ne potrebbero conseguire) ma anche nelle *start-up* o nei giganti della *new economy*, in cui l'apporto del capitale umano e di beni immateriali può assumere un peso specifico pregnante per il successo dell'impresa, accrescendo conseguentemente l'esigenza di assetti di *governance* che riflettano il peso specifico di questi fattori, nell'interesse alla massimizzazione dell'investimento azionario proprio di tutta la compagine azionaria [23].

Pertanto il rapporto tra l'azionista-imprenditore che ritenga opportuno mantenere la propria impronta sulla gestione e la tutela delle minoranze – la composizione tra questi due interessi centrali ai fini di una *governance* efficiente ed efficace – viene plasmato attraverso questa riforma con modalità che sono significativamente diverse da quelle seguite nella legge Draghi: la maggiore attenzione posta da questa riforma sul primo termine di questo *trade-off* riflette il mutamento del quadro economico di riferimento e le differenti priorità di politica economica attuali, rispetto a quelle che furono sottese al t.u.f.

Pienamente coerente con questa diversa impostazione di vertice è allora l'idea

---

[22] Cfr. al riguardo le risultanze e considerazioni della *Quinta indagine congiunturale e strutturale sulle imprese manifatturiere del IV Capitalismo Italiano: competitività, capitale umano e assetti di governance*, Mediobanca, 2026, reperibile in *areastudimediobanca.com*.

[23] Sui riflessi di ordine generale della nuova relazione tra "capitalismo dell'informazione", peso specifico dei beni immateriali, e ordinamento giuridico, cfr. A. Zoppini, *Modo di produzione capitalistico e contratti di impresa*, in *Riv. dir. civ.*, 4/2025, 701.

di cui discutiamo oggi di stimolare la crescita dei mercati e la concorrenza *nei* mercati (intendendo per concorrenza il processo di scoperta degli assetti di *governance* più efficienti, alla Hayek [24]) ampliando l'autonomia statutaria delle società che siano in procinto di sottoporsi al processo di quotazione, sul presupposto implicito che il mercato primario sia ormai un mercato maturo quanto a capacità di scrutinio di investitori, analisti e altri *gatekeepers*, un aspetto sul quale torno in conclusione.

5.2. *Del "rischio di conseguenze non volute"*

Il legislatore non si è però fermato qui e – ritenendo evidentemente che *l'impatto economico-sistemico* di questo cambio di impostazione sarebbe stato troppo limitato se fosse stato circoscritto alle sole società neoquotate – ha, come noto, optato per l'estensione dell'ambito di applicazione della nuova disciplina anche alla categoria delle PMI [25] già quotate, subordinatamente alla soddisfazione di una serie di presidi a tutela delle minoranze (maggioranze dell'assemblea straordinaria rinforzate tramite il meccanismo del *whitewash*, con una soglia minima di "rilevanza" della minoranza; diritto di recesso; le limitazioni previste dall'art. 154.3, co. 4 e 5, t.u.f., con riferimento all'elezione del consiglio di amministrazione, del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza).

Il punto critico che sul piano degli effetti si pone al riguardo è se così facendo questa riforma si sia spinta troppo in là, nel rivedere i termini di composizione del *trade-off* tra proprietà e controllo, finendo con l'essere sbilanciata sulle istanze del controllo. Al di là della questione della legittimità costituzionale dell'estensione alle sole PMI, il timore che sul piano dell'analisi economica viene sollevato è che questa innovazione finisca paradossalmente per ridurre l'attrattività del mercato italiano, secondo un meccanismo di "eterogenesi dei fini", per due ordini di ragioni: (a) i presidi legali posti non darebbero adeguate garanzie agli investitori circa il possibile cambiamento delle regole del gioco, minando quindi prevedibilità e certezza, e con esse quindi quel "bene pubblico" che è la fiducia, essenziale per l'efficiente funzionamento del mercato; (b) la varietà degli assetti organizzativi possibili incrementerebbe eccessivamente i "costi di transazione", anche per gli investitori istituzionali, impattando negativamente pure per questa via sull'efficienza e liquidità dei mercati [26].

---

[24] F. von Hayek, *Competition as a Discovery Procedure*, relazione presentata nel 1968 e poi pubblicata nella raccolta Id., *New Studies in Philosophy, Politics, Economics and the History of Ideas*, Cambridge, 1978.

[25] L'art. 1, co. 1, lett. w *quater*.1), t.u.f. definisce tali "(..) *le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato tale limite per tre anni consecutivi*". La soglia in questione è stata elevata da 500 milioni a 1 miliardo con la "legge Capitali".

[26] Per un primo confronto su questo terreno cfr. R. Costi, L. Enriques, *Italy's Capital Markets*

La natura introduttiva di questa relazione non mi consente di entrare nella disamina dei presidi legali e nell'articolata discussione circa la loro adeguatezza. Vorrei però osservare che questo dibattito circa la "taratura" delle tutele deve tenere presente la elementare considerazione che rendere un presidio troppo accessibile per le minoranze (a discapito delle "ragioni del controllo") può anche innescare situazioni abusive di *hold up* da parte delle minoranze [27], o comunque finire con rendere inutilizzabile di fatto l'innovazione a contemperamento della quale la tutela viene introdotta. Scenario rispetto al quale mi pare allora piuttosto preferibile rinunciare *ab ovo* all'introduzione dell'innovazione stessa, riducendo il tasso di entropia del sistema ed evitando riforme senza effetti.

Passo poi al dibattito circa il rischio che una gamma troppo ampia di possibili assetti di *governance* finisca con incrementare i "costi di transazione", ad esempio perché aumentano i costi di informazione e le possibilità di utilizzi abusivi del maggior spazio lasciato alle istanze del "controllo" rispetto alla "proprietà", critica che peraltro ha investito anche la scelta operata con riguardo alle società non ancora quotate.

Al riguardo, riconosco che in astratto sono in effetti prospettabili "equilibri multipli": si potrebbero innescare sia scenari virtuosi, attraverso dinamiche che premino le "esternalità positive di rete", sia assetti di mercato non desiderabili, se dovessero prevalere meccanismi di "selezione avversa".

In concreto, vorrei rimarcare che, una volta compiuta dal legislatore la scelta in questione (a prescindere che la si ritenga giustamente disegnata per essere impattante o invece troppo azzardata), per ridurne o neutralizzarne i rischi diviene essenziale che ci si impegni tutti per valorizzare quella "procedura di scoperta" che è la libera concorrenza in un mercato sano.

Occorre cioè rinforzare tutte le variabili di cui si dispone per favorire la creazione di un ecosistema "maturo": l'antidoto rispetto a "spirali negative" può ben venire, come insegna anche l'esperienza dei crediti deteriorati, da una proattiva azione da parte di istituzioni e attori del mercato, che miri al potenziamento dei meccanismi reputazionali, degli strumenti di standardizzazione del mercato, e di monitoraggio e indirizzo attraverso il contributo attivo e vigile della pluralità degli attori dell'ecosistema finanziario [28].

Reform Puts Investor Protection at Risk, e la risposta di N. Abriani, E. Desana, M. Siri, *Some Critiques of Italy's Capital Markets Reform Put a Real Understanding of the New Rules at Risk*, entrambi in *Oxford Business Law Blog*, 2025, reperibile al seguente indirizzo: *blogs.law.ox.ac.uk*. Sulle varie direttrici e i contenuti della riforma cfr. A. Sacco Ginevri (a cura di), *Principi di riforma del Testo Unico della Finanza*, Giuffrè, 2026.

[27] "(..)*l'eccessiva rigidità delle norme poste a tutela degli "interessi deboli" può condurre a effetti involutivi indesiderati*", così M. Draghi, *Audizione parlamentare 10 dicembre 1997 del prof. Mario Draghi dinanzi alla Commissione Finanza e Tesoro della Camera dei Deputati*, in *Riv. dir. comm.*, I, 1998, 780.

[28] Cfr., in tal senso, le considerazioni svolte in M. Draghi, *Audizione parlamentare del prof. Mario*

Per queste ragioni, nel nuovo assetto un ruolo di ancor maggiore rilievo assumono l'autodisciplina promossa dalle associazioni di categoria [29], la riflessione condotta dall'accademia, il ruolo svolto dalle autorità di vigilanza e dai formanti legali. Nella consapevolezza quindi che il successo o l'insuccesso di questa innovazione dipenderà anche da queste variabili di sistema, così ben rappresentate in questa sala, ascolterò con particolare interesse le relazioni che seguiranno in queste due sessioni.

Draghi, cit.: "*Il governo societario quindi è anche un problema di autoregolamentazione, nella misura in cui l'autonomia privata è in grado di assicurare ai soggetti che entrano in relazione con l'impresa un'adeguata considerazione dei propri interessi, quale presupposto per affidabili e duraturi rapporti economici*".

[29] Un esempio del ruolo complementare che l'autodisciplina può svolgere nell'evitare spirali negative di misure di liberalizzazione è fornito dall'introduzione nel Codice di *Corporate Governance* del 2020 di una specifica raccomandazione (raccomandazione 2, secondo comma) sulla trasparenza delle motivazioni, degli effetti attesi e delle procedure decisionali adottate per le proposte di introduzione del voto maggiorato, volte a consentire ai soci un'adeguata valutazione dell'interesse della società ad adottare questo strumento. Sempre a titolo esemplificativo, si vedano le considerazioni svolte sugli strumenti e prassi possibili per migliorare la percezione e il funzionamento del rappresentante designato in via esclusiva, in Assonime, *Position Paper n. 8*, 2025.

Finanza, *governance* e attrazione dei capitali

Finance, governance and attracting capital

Massimo Menchini[*], Dimitri Romessis[**]

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-11

ABSTRACT

Il contributo esamina il rapporto tra competitività del mercato dei capitali, tutela degli investitori e qualità della *governance*, muovendo dall'esigenza di bilanciare il favore per l'accesso delle imprese al capitale con un'adeguata tutela di chi quel capitale lo apporta. Con riferimento al mercato italiano, caratterizzato dalla presenza diffusa di società con azionisti di controllo, si sottolineano il ruolo delle tutele delle minoranze e la pluralità nel processo di nomina degli organi sociali. Il contributo chiarisce inoltre funzione e responsabilità degli investitori istituzionali e degli amministratori eletti da liste di minoranza e si sofferma sulle operazioni di *delisting*, evidenziando come regole prevedibili, buona *governance* e fiducia siano condizioni essenziali perché il capitale possa entrare, restare investito e uscire in modo equo.

This contribution examines the relationship between capital-market competitiveness, investor protection and the quality of corporate governance, starting from the need to balance measures that facilitate companies' access to capital with adequate protection for those who provide it. With reference to the Italian market, where companies with controlling shareholders are widespread, it highlights minority-shareholder safeguards and plural participation in the appointment of corporate bodies. It also clarifies the role and responsibilities of institutional investors and directors elected from minority slates and considers delisting transactions, arguing that predictable rules, sound governance and trust are essential if capital is to enter, remain invested and exit on fair terms.

[*] Direttore Affari Istituzionali e Stewardship, Assogestioni, e-mail: massimo.menchini@assogestioni.it.

[**] Senior Corporate Governance Advisor, Assogestioni, e-mail: dimitri.romessis@assogestioni.it.

SOMMARIO:

1. Finanza al servizio dell'economia reale. – 2. Struttura proprietaria, *governance* e tutela delle minoranze. – 3. Pluralità nella nomina degli organi sociali. – 4. Investitori istituzionali e indipendenza degli amministratori. – 5. Operazioni di *delisting* e libertà di scelta degli azionisti. – 6. Un mercato capace di attrarre e trattenere capitale.

1. *Finanza al servizio dell'economia reale*

Mi scuso in anticipo se userò toni netti. Le idee nette hanno il difetto di semplificare, ma anche il pregio di rendere chiaro il punto. La domanda da cui vorrei partire è molto semplice: il quadro con cui stiamo cercando di rendere più competitivo il mercato dei capitali italiano poteva essere costruito meglio? Sì, probabilmente sì. Questo non significa disconoscere i passi avanti compiuti. Il meglio, come mi hanno insegnato, è spesso nemico del bene; ma questa consapevolezza non può diventare un alibi.

Condivido pienamente un principio che è emerso nel dibattito: la finanza deve essere al servizio dell'economia reale. Non è uno *slogan* e non è neppure una formula retorica. L'art. 47 Cost. tutela il risparmio e ne favorisce l'impiego, diretto e indiretto, nell'investimento nei grandi complessi produttivi del Paese. Per l'industria del risparmio gestito questo richiamo definisce una responsabilità precisa: trasformare il risparmio affidatoci da famiglie, lavoratori e investitori in capitale capace di sostenere le imprese, la crescita e l'innovazione, operando sempre nell'interesse dei nostri clienti.

Ma proprio per questo dobbiamo chiarire che mettere la finanza al servizio dell'economia reale non significa chiedere agli investitori di fornire capitale rinunciando alle proprie tutele. Il rapporto funziona soltanto se è reciproco: il risparmio finanzia l'impresa e l'impresa, attraverso una gestione corretta e una buona *governance*, crea valore per chi quel risparmio lo ha affidato. Se si spezza uno dei due lati di questa relazione, non abbiamo più una finanza al servizio dell'economia reale; abbiamo semplicemente un trasferimento di risorse privo di un adeguato patto di fiducia.

Per questa ragione non credo che si possano attrarre capitali comprimendo i diritti di chi li apporta. Possiamo semplificare l'accesso al mercato e rendere più agevole la quotazione. Sono interventi utili e, quando vanno nella direzione giusta, vanno riconosciuti. Tuttavia, è la qualità delle regole, la tutela degli investitori e la credibilità della *governance* a determinare se il capitale resterà nel tempo.

2. *Struttura proprietaria*, governance *e tutela delle minoranze*

Il punto di partenza è la struttura del nostro mercato. L'Italia, come gran parte dell'Europa continentale, è caratterizzata da una diffusa presenza di società con un azionista di controllo. Non c'è nulla di patologico in questo. La proprietà concentrata può assicurare stabilità, responsabilità imprenditoriale, visione industriale e capacità di assumere decisioni di lungo periodo. Il problema nasce quando il controllo economico si traduce anche nella possibilità di determinare, senza contrappesi effettivi, l'intera composizione degli organi sociali, le regole statutarie e le operazioni più rilevanti per la vita della società.

In un mercato di questo tipo, occorrono meccanismi che consentano anche agli azionisti che assumono il rischio economico senza esercitare il controllo di concorrere, in modo proporzionato e responsabile, alla qualità del governo societario. La *governance*, da questo punto di vista, non è un adempimento formale. È una componente dell'infrastruttura finanziaria di un Paese. Incide sulla fiducia, sulla valutazione del rischio, sul costo del capitale e sulla disponibilità degli investitori ad assumere impegni di lungo periodo. Una tutela efficace delle minoranze non interviene soltanto quando nasce un conflitto: opera prima, nel momento in cui un investitore decide se entrare, quanto investire e per quanto tempo restare.

3. *Pluralità nella nomina degli organi sociali*

Dobbiamo allora smettere di raccontare il voto di lista e la presenza di amministratori eletti dalle minoranze come un'anomalia tutta italiana, quasi fosse una deviazione da giustificare. Gli ordinamenti adottano strumenti pratici diversi, non sovrapponibili e legati alla propria storia. In Svezia, per esempio, gli investitori partecipano al processo di selezione attraverso rappresentanti nei comitati per le nomine, i cosiddetti *nomination committee*, che preparano le proposte per l'assemblea. Negli Stati Uniti, le regole di *governance* e gli strumenti di *proxy voting* consentono di scegliere tra candidati espressi da soggetti diversi (*board* uscente e investitori di minoranza). In Germania, la partecipazione dei lavoratori agli organi di sorveglianza introduce un'ulteriore fonte di pluralità nel processo di nomina. Anche la Francia prevede forme di partecipazione dei lavoratori alla *governance* societaria, attraverso la presenza nei *board* di rappresentanti dei lavoratori e dei lavoratori azionisti. I modelli non sono identici e non vanno confusi, ma mostrano un principio comune: nei mercati evoluti la composizione degli organi societari non è l'espressione esclusiva di un unico centro di potere.

Il modello italiano ha scelto una propria strada: garantire che almeno una parte degli amministratori e dei componenti dell'organo di controllo possa essere tratta da liste diverse da quella riconducibile al socio di controllo. Possiamo discutere le soglie, le procedure, il rapporto tra voto di lista e voto sul singolo candidato, nonché

le regole applicabili quando è il consiglio uscente a presentare una propria lista. È giusto farlo, perché ogni meccanismo può essere migliorato. Ma il confronto deve partire da una premessa corretta: la pluralità nel processo di nomina è un presidio di buona *governance*, non un ostacolo.

4. *Investitori istituzionali e indipendenza degli amministratori*

Questo è particolarmente importante quando parliamo di investitori istituzionali. I gestori non investono denaro proprio: amministrano risorse affidate loro da clienti e beneficiari finali, tra i quali vi sono famiglie, risparmiatori e fondi pensione. Hanno quindi un dovere professionale, fiduciario e regolamentare di proteggere quelle risorse e di impiegarle nell'interesse esclusivo di chi le ha affidate.

La rappresentazione dell'investitore istituzionale come soggetto che entra in società per sottrarre il controllo all'imprenditore è, pertanto, nella stragrande maggioranza dei casi, fuorviante. Il suo obiettivo non è gestire industrialmente l'impresa, ma valutarne la strategia, sostenerne la crescita e verificare che il capitale sia amministrato in modo corretto. Un investitore istituzionale serio non dice cosa fare all'imprenditore o al *manager*; chiede che le decisioni siano trasparenti, motivate e rispettose di tutti gli azionisti.

Va inoltre chiarito un punto essenziale. Un amministratore eletto da una lista di minoranza non è il rappresentante della minoranza che lo ha candidato. Non riceve un mandato dall'investitore istituzionale e non deve difenderne un interesse particolare. Una volta eletto, deve agire nell'interesse della società e di tutti gli azionisti. La sua indipendenza deve valere nei confronti del *management*, del socio di controllo e anche di chi ne ha proposto la candidatura. È proprio questa indipendenza a dare valore alla sua presenza in consiglio.

Non stiamo quindi rivendicando posti in consiglio per occupare posizioni. Non ci interessa nominare persone che rappresentino i gestori. Ci interessa contribuire alla selezione di amministratori competenti e realmente indipendenti, capaci di porre le domande giuste, di valutare le operazioni più delicate e di concorrere alla creazione di valore nel lungo periodo. Questo non indebolisce l'impresa: ne rafforza la credibilità nei confronti del mercato.

5. *Operazioni di* delisting *e libertà di scelta degli azionisti*

La questione diventa ancora più evidente quando guardiamo alle operazioni di uscita dal mercato. Un soggetto può raccogliere capitale in fase di quotazione e, successivamente, promuovere un'offerta pubblica di acquisto (OPA) finalizzata alla revoca dalla quotazione, il cosiddetto *delisting*, o prospettare una fusione in una società non quotata. Queste operazioni sono naturalmente legittime e possono

rispondere a ragioni industriali fondate. Il problema si pone quando la struttura dell'operazione, il prezzo offerto o l'alternativa prospettata trasformano formalmente una scelta in una decisione quasi obbligata per gli azionisti di minoranza.

Per molti fondi, infatti, la perdita della quotazione, della liquidità o di un mercato trasparente può rendere l'investimento non più compatibile con il mandato, con la politica di investimento o con i limiti di rischio e liquidità. In queste condizioni, l'investitore può essere indotto a uscire anche a un prezzo che non considera adeguato. La questione non è contestare il diritto del socio di controllo di proporre un'operazione; è evitare che il vantaggio derivante dal controllo si traduca in una compressione sostanziale della libertà di scelta degli altri azionisti.

Ecco perché l'afflusso di capitali non si misura soltanto nel momento in cui il denaro entra. Si misura anche nella qualità delle condizioni che consentono a quel capitale di restare investito, di partecipare alla crescita e, quando necessario, di uscire in modo equo. Un mercato che raccoglie risorse quando ne ha bisogno ma riduce le tutele quando l'impresa torna a creare valore difficilmente potrà attrarre capitale paziente. Gli incentivi portano il capitale alla porta; la fiducia decide se entrerà davvero e se resterà.

Alcuni interventi normativi hanno già cercato di rafforzare le tutele nelle operazioni di *delisting* e di rendere più equilibrato il rapporto tra maggioranza e minoranze. È giusto riconoscerlo. Ma il lavoro non è concluso.

6. *Un mercato capace di attrarre e trattenere capitale*

Un punto che dobbiamo migliorare è anche il modo in cui raccontiamo il nostro sistema. Troppo spesso presentiamo gli esempi di buone pratiche italiane con un atteggiamento difensivo: siamo gli unici, siamo diversi, quasi dovessimo chiedere scusa. Dovremmo invece spiegare con maggiore convinzione che il nostro ordinamento cerca di tenere insieme controllo imprenditoriale, governabilità, indipendenza degli organi e rappresentanza del capitale di mercato.

Il punto, in conclusione, è semplice. Vogliamo che il risparmio finanzi le imprese e che la crescita delle imprese produca valore per i risparmiatori. Per ottenere questo risultato non serve contrapporre imprenditori/società e investitori istituzionali. Serve costruire un rapporto maturo, nel quale l'imprenditore possa sviluppare la propria visione industriale e l'investitore possa adempiere al dovere di tutela verso i propri clienti.

Gli investitori i capitali li portano. Non chiedono di governare l'impresa; chiedono di sapere che quei capitali saranno trattati correttamente, che le decisioni più importanti saranno assunte secondo regole chiare e che la loro posizione non verrà indebolita proprio nel momento in cui l'investimento comincia a generare valore.

Un mercato dei capitali competitivo deve quindi essere capace non soltanto di chiedere risorse, ma anche di meritarle e di mantenerle. Deve offrire prevedibilità,

buona *governance*, tutela effettiva e un dialogo credibile tra società, azionisti di controllo e investitori istituzionali. E deve ricordare sempre che il denaro che amministriamo non è nostro: appartiene ai clienti che ci hanno affidato i propri risparmi e il proprio futuro. Su questo, lasciatemelo dire con la massima chiarezza, la tutela non è negoziabile. Difenderla non significa agire contro le imprese; significa creare le condizioni perché più risparmio possa finanziare imprese migliori, più solide e capaci di crescere nel tempo.

Imprese italiane e mercato dei capitali. *The long and winding road*

Italian companies and the capital markets. The long and winding road

Andrea Perrone*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-12

ABSTRACT

Tra il 2023 e la prima metà del 2025 il saldo tra quotazioni e *delisting* è stato fortemente negativo, mentre le operazioni di *private equity* sulle piccole e medie imprese sono aumentate in modo significativo. In tale contesto, il presente lavoro: (1) esamina le spiegazioni del vantaggio competitivo dimostrato dal *private equity* rispetto al mercato borsistico; (2) discute le scelte ambivalenti operate dalla riforma del Testo unico della finanza con riguardo alla concorrenza tra quotazione e capitale privato; (3) analizza criticamente l'idoneità delle regole sugli emittenti di nuova quotazione a favorire l'accesso al mercato; (4) individua come condizione per un maggiore ricorso al mercato borsistico l'esistenza di un ecosistema completo, esito del concorso tra strumenti di mercato e scelte forti di politica industriale.

Between 2023 and the first half of 2025, delistings from the Italian stock market far outnumbered new listings, while private equity deals involving small and medium-sized enterprises grew sharply. Against that backdrop, the paper: (1) sets out why private capital has gained the upper hand over the public markets; (2) shows that the recent reform of Italy's Consolidated Law on Finance pulls in two directions at once, as some rules lower the barriers to going public and the cost of staying listed, while others treat private equity as a permanent feature of the landscape and make going private quicker and cheaper; (3) takes a critical

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università Cattolica del Sacro Cuore; e-mail: andrea.perrone@unicatt.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*" promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma il 17 giugno 2026. Ringrazio Stefano Cappiello, Andrea Cardani, Ettore Croci e Marco Maugeri per i preziosi commenti a una precedente versione del lavoro. Gli errori rimangono miei.

look at whether the new regime for recently listed issuers can be expected to draw companies to the market; and (4) argues that wider use of the public markets ultimately depends on a fully developed ecosystem that only a combination of market-based tools and determined industrial policy can deliver.

SOMMARIO:

1. Lo scenario di riferimento. – 2. I limiti del mercato di borsa. – 3. I benefici del *private equity*. – 4. L'ambivalenza della nuova disciplina. – 4.1. Le regole per favorire la quotazione. – 4.2. Le norme a beneficio del *going private* e del *private equity*. – 5. Per una prima riflessione sulle scelte operate dal legislatore. – 6. Il ruolo della regolamentazione e la necessità di un ecosistema completo.

1. *Lo scenario di riferimento*

Il mercato borsistico italiano attraversa da tempo una crisi strutturale. Tra il 2023 e la prima metà del 2025 il listino di Euronext Milan ha registrato la quotazione di cinque società, per un controvalore complessivo di 1,5 miliardi di euro, e il *delisting* di trentasei società, per un controvalore complessivo di 41,3 miliardi di euro. Nel medesimo periodo, il listino di Euronext Growth Milan ha registrato la quotazione di cinquantasette società, per un controvalore complessivo di 0,5 miliardi di euro, e il *delisting* di cinquanta società, per un controvalore complessivo di 2,7 miliardi di euro. Il saldo tra capitalizzazione di ammissione e capitalizzazione di revoca risulta, quindi, negativo per circa 42 miliardi di euro [1].

Nel contempo, le operazioni di *private equity* sulle piccole e medie imprese (d'ora in poi, "PMI") sono significativamente aumentate: sempre tra il 2023 e la prima metà del 2025 e al netto delle operazioni di *venture capital* e su infrastrutture, le operazioni sono state 618, per un controvalore di circa 17,3 miliardi di euro [2]. In termini più generali, "da un confronto tra mercati pubblici e privati emerge che, negli ultimi dieci anni, le imprese italiane hanno ricevuto da fondi di *private equity* risorse pari a quasi tre volte i proventi complessivi di tutte le ammissioni realizzate su Euronext Milan e Milan Growth Market. Considerando anche le operazioni successive all'ingresso sul mercato (tra le quali gli aumenti di capitale), le risorse

[1] Osservatorio Consob – Cetif, *Rapporto PMI e mercato dei capitali*, 2026, reperibile in *consob.it*, 27. In una prospettiva temporalmente più ampia, nel senso che nel decennio 2015-2025 "il numero di società quotate sul mercato regolamentato italiano Euronext Milan (EXM) si è ridotto del 20% circa (passando da 246 a 198)", Consob, *Relazione per l'anno 2025*, 2026, 8; analogamente, OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020*: *Creating Growth Opportunities for Italian Companies and Savers*, 2020, reperibile in *oecd.org*, 11.

[2] Aifi, *Il mercato italiano del private equity e del venture capital*, 2023, 2024 e I semestre 2025, reperibile in *aifi.it*.

apportate nel decennio dal *private equity* e dal mercato azionario risultano nel complesso equivalenti" [3]. In numerosi casi recenti (per es.: Tod's, Bialetti, Salcef, Piovan Group), il *delisting* mediante offerta pubblica di acquisto volontaria è stato la modalità per passare dalla quotazione di borsa a un assetto di finanziamento mediante capitale privato.

Il fenomeno in esame non è esclusivamente italiano: la riduzione del numero delle società quotate, la contrazione del ricorso al mercato primario e l'aumento del ricorso al *private equity* sono circostanze diffuse, tanto in Europa [4] quanto negli Stati Uniti [5].

2. *I limiti del mercato di borsa*

Molteplici ragioni sono state individuate per spiegare il limitato successo del mercato di borsa.

L'ipotesi tradizionale è incentrata sui costi connessi al regime della società quotata, generalmente considerati un ostacolo alla quotazione e, nel contempo, un incentivo al *delisting* [6] (c.d. *regulatory overreach hypothesis*). Pur non mancando indicazioni in tal senso, soprattutto con riguardo alle PMI [7], nel suo complesso tale impostazione ha trovato, tuttavia, ridotto riscontro nell'analisi empirica [8], alimentando, per conseguenza, la ricerca di spiegazioni alternative.

---

[3] Consob, *Relazione per l'anno 2024*, Roma, 2025, 10.

[4] Con riferimento alla quotazione in borsa, il report di Oxera commissionato dalla Commissione Europea, *Primary and secondary equity markets in the EU*, 2020, reperibile in *oxera.com*, 21 ss.; con riguardo alle operazioni di *private equity* in Europa nel 2024, Invest Europe, *Investing in Europe: Private Equity Activity 2024*, 2025, reperibile in *investeurope.eu*.

[5] Per gli Stati Uniti, da ultimo, C. Doidge, G. Karolyi, K. Shen, R. Stulz, *Are there too Few Publicly Listed Firms in the US?*, 2025, reperibile in *papers.ssrn.com*; per un quadro recente delle operazioni di *private equity* negli Stati Uniti, Bain & Company, *Global Private Equity Report 2026*, 2026, reperibile in *bain.com*.

[6] Per esempio, con riferimento al *Listing Act*, Commissione Europea, *Staff Working Document. Impact Assessment Report*, SWD(2022) 762 final, n. 2.1.2; in ordine agli interventi per la promozione degli *SME growth markets*, Commissione Europea, *Staff Working Document. Impact Assessment Report*, SWD(2018) 243 final, n. 2.1.1.

[7] E. Kamar, P. Karaca-Mandic, E. Talley, *Going-Private Decisions and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: A Cross-Country Analysis*, in 25 *J. Law Econ. Organ*., 2009, 107 ss.; M. Dambra, L. Casares Field, M. Gustafson, *The JOBS Act and IPO volume: Evidence that disclosure costs affect the IPO decision*, in 116 *J. Financ. Econ.*, 2015, 121 ss.

[8] Per un quadro della letteratura economica, M. Ewens, K. Xiao, T. Xu, *Regulatory costs of being public: Evidence from bunching estimation*, in 153 *J. Financ. Econ.*, 2024, 103775, 2, testo e nt. 2; con specifico riguardo alle regole europee e al mercato italiano, rispettivamente, C. Kaserer, V. Treßel, *The EU prospectus regulation and its impact on SME listings*, in 93 *J. Int. Financ. Markets Inst. Money*, 2024, 101983, e M. Cattaneo, M. Meoli, S. Vismara, *Financial*

Un primo orientamento individua la spiegazione nelle economie di scopo di cui godono le imprese di maggiori dimensioni rispetto alle imprese più piccole (c.d. *economies of scope hypothesis*): per queste ultime, le minori economie di scopo rendono, infatti, meno efficiente una quotazione funzionale alla prosecuzione dell'impresa *stand alone* e giustificano, di contro, operazioni di acquisizione da parte delle imprese più grandi [9]. Per un'altra linea di pensiero, la quotazione comporta un beneficio netto solo al superamento di determinate soglie dimensionali, variabili per i singoli settori, risultando, pertanto, ottimale solo per le imprese di maggiori dimensioni [10]. Una terza spiegazione, di elaborazione più recente e riferita in particolare al contesto digitale, pone l'accento su *intangibles* e capitale organizzativo. Nei modelli di impresa fondati su un *know-how* incorporato in persone, processi e assetti organizzativi, il finanziamento tramite il mercato di borsa può non essere efficiente: gli obblighi di trasparenza e la pressione degli investitori per rendimenti di breve periodo possono, infatti, pregiudicare un capitale organizzativo ancora fragile, esponendolo alla diffusione di informazioni sensibili, alla mobilità del personale chiave e a operazioni di integrazione potenzialmente dirompenti [11].

3. *I benefici del* private equity

Le ragioni che spiegano i limiti del mercato borsistico concorrono a chiarire, specularmente, il recente successo del *private equity*.

Il finanziamento mediante capitale privato consente, anzitutto, un risparmio di costi. Anche quando non costituiscono il *driver* della scelta [12], i costi che un'operazione di *private equity* consente di evitare sono numerosi: (1) i costi diretti per il *listing* e la permanenza sul mercato borsistico [13]; (2) i costi di *compliance* con la disciplina della società quotata, di particolare rilievo per le imprese

regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market, in 31 *J. Corp. Fin.*, 2015, 116.

[9] X. Gao, J. Ritter, Z. Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, in 48 *J. Fin. Quant. Anal*., 2013, 1663 ss.; in tempi recenti, nel senso che tale processo è fortemente influenzato dalla concentrazione del mercato conseguente alla globalizzazione, T. Griffin, *Where Have All the IPOs Gone? Trade Liberalization and the Changing Nature of U.S. Public Corporations*, in 60 *J. Fin. Quant. Anal.*, 2025, 974 ss.

[10] C. Doidge, G. Karolyi, R. Stulz, *The U.S. Listing Gap*, in 123 *J. Financ. Econ*., 2017, 464 ss.

[11] D. Davydova, R. Fahlenbrach, L. Sanz, R. Stulz, *Why do startups become unicorns instead of going public?*, 2024, reperibile in *papers.ssrn.com.*

[12] *Supra*, n. 2, testo e nt. 8.

[13] H. DeAngelo, L. DeAngelo, E. Rice, *Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, in 27 *J. Law & Econ*., 1984, 371 ss.

di minori dimensioni [14]; (3) gli *agency cost* derivanti dall'uso non ottimale del *free cash flow* da parte dei *manager* [15].

Le operazioni di *private equity* possono, altresì, consentire economie di scopo, così da finanziare in modo ottimale la crescita [16] o la riorganizzazione dell'impresa, in entrambi i casi senza le pressioni derivanti dal possibile *short termism* di *trader* o investitori istituzionali [17].

Da ultimo, il ricorso al *private equity*, permettendo di conseguire le risorse necessarie senza il vincolo della disciplina di informazione al pubblico propria del mercato borsistico, assicura la possibilità di preservare il capitale organizzativo nelle imprese in cui gli *asset* intangibili sono cruciali [18].

4. *L'ambivalenza della nuova disciplina*

Rispetto allo scenario così delineato, la nuova disciplina introdotta nel d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 – Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione

[14] Con riferimento alla disciplina introdotta negli Stati Uniti dal Sarbanes-Oxley Act del 2002, in generale, P. Iliev, *The Effect of SOX Section 404: Costs, Earnings Quality, and Stock Prices*, in 65 *J. Fin*., 2010, 1163 ss.; E. Engel, R.M. Hayes, X. Wang, *The Sarbanes-Oxley Act and firms' going-private decisions*, in 44 *J. Account. Econ*., 2007, 116 ss.; W. Carney, *The Costs of Being Public After Sarbanes-Oxley: The Irony of "Going Private"*, in 55 *Emory L. J.*, 2006, 141 ss.; con specifico riferimento alle imprese di minori dimensioni, L. Rosenthal, K. Gleason, J. Madura, *To Be or Not To Be Public: The Impact of SOX*, in 50 *Q. J. Fin. Account.*, 2011, 31 s.; E. Kamar, P. Karaca-Mandic, E. Talley, *Sarbanes-Oxley's Effects on Small Firms: What Is the Evidence?*, in S. Gates, K. Leuschner (eds.), *In the Name of Entrepreneurship? The Logic and Effects of Special Regulatory Treatment for Small Business*, 2007, 143 ss.

[15] Per il classico rilievo che la concentrazione della proprietà e il ricorso alla leva finanziaria che caratterizzano le operazioni di *buy out* rafforzano gli incentivi al monitoraggio e vincolano la discrezionalità degli amministratori nella destinazione delle risorse eccedenti, M. Jensen, *Eclipse of the Public Corporation*, in 67 *Harv. Bus. Rev.*, 1989, 61 ss.; K. Lehn, A. Poulsen, *Free Cash Flow and Stockholder Gains in Going Private Transactions*, in 44 *J. Fin*., 1989, 771 ss.; per un'analisi empirica più recente, riferita al *delisting* nel contesto europeo, D. Magni, O. Morresi, A. Pezzi, D. Graziano, *Defining the Relationship Between Firm's Performance and Delisting: Empirical Evidence of Going Private in Europe*, in 13 *J. Knowl. Econ*., 2022, 2584 ss.

[16] In termini generali, X. Gao, J. Ritter, Z. Zhu, *Where Have All the IPOs Gone?*, cit., 1664; nel senso che un adeguato accesso al capitale costituisce uno dei *driver* principali della decisione di *going private*, S.T. Bharath, A.K. Dittmar, *Why Do Firms Use Private Equity to Opt Out of Public Markets?*, in 23 *Rev. Fin. Stud*., 2010, 1771 ss.

[17] Così, per esempio, il documento d'offerta relativo all'offerta pubblica di acquisto volontaria totalitaria su azioni Tod's s.p.a., funzionale al *delisting* e promossa in collaborazione con il fondo di *private equity* L Catterton, reperibile in *consob.it*, 23.

[18] R. Stulz, *Public versus private equity*, in 36 *Oxford Rev. Econ. Policy*, 2020, 275 ss.; M. Ewens, J. Farre-Mensa, *Private or Public Equity? The Evolving Entrepreneurial Finance Landscape*, 2022, reperibile in *papers.ssrn.com*, spec. 20 s.

finanziaria (d'ora in poi, "t.u.f.") assume un atteggiamento ambivalente. Alcune regole mirano espressamente a favorire la quotazione, riducendo i costi di *compliance* per l'accesso e la permanenza sul mercato; altre, di contro, a favorire il *going private* e il *private equity*.

4.1. *Le regole per favorire la quotazione*

Al fine di incentivare l'accesso al mercato di borsa e, nel contempo, prevenire il *delisting* delle PMI quotate, la riforma del t.u.f. mira a semplificare la *compliance* introducendo disposizioni speciali, di carattere opzionale, per gli "emittenti di nuova quotazione" (artt. 154.1-154.5 t.u.f.) e per le PMI che, nel rispetto delle condizioni di legge, decidano di optare per il nuovo regime (art. 16, co. 2 e 3, d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47). In particolare: (1) lo statuto può derogare alla disciplina, altrimenti imperativa, del voto di lista per la nomina degli organi sociali (artt. 147 *ter* e 147 *ter*.1 t.u.f.), salva la necessaria elezione di almeno un amministratore di minoranza quando il socio di maggioranza potrebbe avere un potere eccessivo (= "qualora lo statuto non preveda che il consiglio sia composto in maggioranza da amministratori" indipendenti, "la società abbia emesso azioni a voto plurimo" o maggiorato ovvero "la società sia controllata da un socio pubblico": art. 154.3, co. 1 e 5, t.u.f.); (2) le modifiche dello statuto possono essere "assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea, salvo il caso in cui sono state emesse azioni a voto plurimo ovvero sia prevista la maggiorazione del diritto di voto" (art. 154.4, co. 1, t.u.f.); (3) lo statuto può escludere il diritto di recesso del socio *ex* art. 2437, co. 1, c.c., salvo il caso di modifica dell'oggetto sociale che "altera in modo rilevante il rischio d'impresa" e ferma, tuttavia, anche quest'ultima possibilità qualora la delibera sia approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci di minoranza presenti in assemblea (c.d. *whitewash*), purché superiore al 10% (art. 154.4, co. 2 e 3, t.u.f.); (4) lo statuto può derogare alla disciplina, altrimenti imperativa, sulle operazioni con parti correlate (art. 2391 *bis*, co. 1, lett. b), c.c.), salvo che "almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob" sia "superiore alla soglia di rilevanza del 10 per cento" (art. 154.5, co. 1, t.u.f.). Gli emittenti di nuova quotazione "possono modificare ulteriormente lo statuto in conformità alla nuova disciplina" anche "successivamente all'ammissione delle azioni alla negoziazione" (art. 154.2, co. 2, t.u.f.) [19].

[19] Pur mirando alla riduzione dei costi di *compliance* per le PMI, sollecitata dai documenti di *policy* europei e nazionali (= rispettivamente, Commissione Europea, *Un'Unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione*, COM(2020) 590 final, 9 s.; Ministero dell'economia e delle finanze, *La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, 2022, reperibile in *dt.mef.gov.it*, 7), le nuove regole realizzano strategie normative in buona parte diverse da quelle prospettate dal governo italiano o emerse nella procedura di consultazione (per

Nella prospettiva di prevenire il *delisting*, la nuova disciplina permette, altresì, di trasferire le negoziazioni delle azioni quotate da un mercato regolamentato a un sistema multilaterale di negoziazione (c.d. *downlisting*: art. 133, co. 1 *bis*, t.u.f.) e così assoggettare l'emittente a un regime meno oneroso. A tutela delle minoranze, il *downlisting* è subordinato a una duplice condizione: la verifica, da parte del gestore del mercato regolamentato, che la *trading venue* di destinazione assicuri una tutela equivalente a quella di provenienza (art. 133, co. 1 *bis*, lett. a), t.u.f.); l'informazione al mercato, da parte dell'emittente, su ragioni e conseguenze dell'operazione (art. 133, co. 1 *bis*, lett. c), t.u.f.). Secondo la medesima *ratio* di tutela delle minoranze, nella delibera di *downlisting* le azioni a voto maggiorato e plurimo attribuiscono un solo voto (rispettivamente, artt. 127 *quinquies*, co. 10 *bis*, e 127 *sexies*, co. 3 *bis*, t.u.f.) e per i soci che non hanno concorso a deliberare il *downlisting* resta fermo il diritto di recesso (art. 133, co. 1 *bis*, lett. b), t.u.f.) [20].

4.2. *Le norme a beneficio del* going private *e del* private equity

Altre previsioni della riforma risultano, invece, dirette a favorire il *going private* e, quindi, potenzialmente il mercato del capitale privato.

La disciplina dei gestori di fondi di investimento alternativi sotto soglia registrati e della società di partenariato riconosce, in termini generali, il *private equity* e il *venture capital* come attori strutturali del mercato dei capitali. Modellata sulle *limited partnership* di tradizione anglosassone e configurata come organismo di investimento collettivo chiuso in forma di società in accomandita per azioni (artt. 35 *novies*.1 ss. t.u.f.), la società di partenariato, in particolare, mira a rendere disponibile nell'ordinamento italiano lo strumento abitualmente utilizzato nella prassi internazionale per raccogliere capitale privato dagli investitori professionali [21].

---

es.: riduzione della *compliance* con la disciplina degli abusi di mercato; semplificazione nella disciplina sull'esclusione del diritto di opzione; non così, invece, con riguardo alle regole sulle azioni a voto plurimo: *Relazione illustrativa degli esiti della consultazione avente ad oggetto il Libro Verde sulla competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita*, reperibile in *dt.mef.gov.it*, 6 ss.). Per un primo commento alla disciplina in esame, M. Cian, *La disciplina degli "emittenti di nuova quotazione": una prima esegesi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2026, 794 ss.

[20] Anche in tal caso, la disciplina realizza strategie normative diverse da quelle prospettate dal documento di *policy* e nella successiva consultazione, dove l'attenzione era stata concentrata sul processo inverso e, quindi, sul passaggio da un sistema multilaterale di negoziazione a un mercato regolamentato (c.d. *translisting*): Ministero dell'economia e delle finanze, *La competitività dei mercati finanziari*, cit., 25, testo e nt. 39; *Relazione illustrativa*, cit., 2. Per un primo commento alla disciplina, F. Annunziata, *Note minime sul* downlisting *nella riforma del t.u.f.*, in *Società*, 2026, 813 ss.; F. Annunziata, A. Sacco Ginevri, *Downlisting in Italy. Preliminary Thoughts on the Recent Reform of the Italian Securities Act*, 2026, reperibile in *papers.ssrn.com*.

[21] Per i primi commenti, A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, *Venture Capital e OICR: le società di partenariato*, in *Società*, 2026, 769 ss.; M. Irrera, *La società di partenariato nella riforma del t.u.f.*

Incide più direttamente sulla "competizione" tra mercato borsistico e capitale privato la nuova disciplina dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci (art. 112 *bis* t.u.f.). Parzialmente modellato sullo *scheme of arrangement* di diritto inglese [22] e proposto a suo tempo come strumento per favorire le operazioni *cross-border* di *M&A* [23], tale istituto consente una forma di *delisting* più agile ed economica rispetto all'offerta pubblica di acquisto volontaria abitualmente utilizzata nella prassi italiana [24]. L'operazione è rimessa a una deliberazione dell'assemblea straordinaria, assunta con una maggioranza qualificata e assistita da un meccanismo di *whitewash* a tutela della minoranza (art. 112 *bis*, co. 5, t.u.f.). Una specifica disciplina del prezzo di acquisto (art. 112 *bis*, co. 2, t.u.f.), un preventivo parere degli amministratori indipendenti dell'emittente, messo a disposizione dei soci insieme a una relazione dell'organo amministrativo (art. 112 *bis*, co. 3 e 4, t.u.f.), nonché la vigilanza della Consob (art. 112 *bis*, co. 8-11, t.u.f.), assicurano trasparenza e correttezza dell'operazione [25].

Nella medesima direzione di favore per il *going private* si muove, infine, la regola che riduce dal 95% al 90% la soglia rilevante ai fini del diritto di acquisto delle azioni residue (art. 111, co. 1, t.u.f.): abbassando la percentuale di adesioni necessaria a conseguire la totalità del capitale, essa costituisce un potenziale acceleratore del *going private* [26].

---

ovvero della nuova metamorfosi della società in accomandita per azioni, in *RDS*, 2026, 305 ss.; Id., *La società di partenariato nella riforma del t.u.f.: una nuova stagione dell'accomandita per azioni*, 2026, reperibile in *dirittobancario.it*.

[22] M.L. Passador, *Transplanting Fairness: The Italian Reinvention of the Scheme of Arrangement*, in *Oxford Business Law Blog*, 2025, reperibile in *blogs.law.ox.ac.uk.*

[23] L. Enriques, *A New EU Business Combination Form to Facilitate Cross-Border M&A: The Compulsory Share Exchange*, in 11 *Eur. Comp. Law*, 2014, 214 ss.

[24] Nel senso che in Italia, tra il 2020 e il 2023, "in 56 operazioni su 76 (ovvero in circa il 74% dei casi) l'OPA si è conclusa con il *delisting* dello strumento oggetto di offerta", Consob, *Le offerte pubbliche svolte in Italia nel periodo 2020–2023*, 2024, reperibile in *consob.it*, 15 ss.; sul punto v. anche A. Sacco Ginevri, *OPA e delisting*, in *Riv. soc.*, 2022, 937 ss.; di contro, per l'osservazione che "molte acquisizioni di società quotate da parte di operatori di *private equity* si sono realizzate mediante *scheme of arrangement"*, J. Payne, *Schemes of Arrangement, Takeovers and Minority Shareholder Protection*, in 11 *J. Corp. Law Stud*., 2011, 70.

[25] Per un primo commento all'istituto, M.L. Passador, *L'art. 112-bis t.u.f. come courtless scheme of arrangement: nodi problematici*, in *Società*, 2025, 1304 ss.

[26] Nel senso che l'abbassamento della soglia per lo *squeeze-out* è la soluzione "più intuitiva" per attuare un "*favor* verso il *delisting*", A. Sacco Ginevri, *Note introduttive alla riforma dell'o.p.a.*, in *Società*, 2026, 808; analogamente, M. Ventoruzzo, *La riforma del t.u.f.: una introduzione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2026, 786.

5. *Per una prima riflessione sulle scelte operate dal legislatore*

A fronte di una disciplina appena pubblicata e in parte destinata a entrare in vigore solo dopo l'emanazione delle norme di attuazione, ogni valutazione sulla sua idoneità a raggiungere gli scopi perseguiti dal legislatore – in particolare: "favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio", "rendere le imprese maggiormente attrattive per gli investitori internazionali", "semplificare e razionalizzare la disciplina degli emittenti", così da "sostenere la crescita del Paese" e "aumentare la competitività del mercato nazionale" (art. 19, co. 2, legge 5 marzo 2024, n. 21: d'ora in poi, "legge Capitali") – appare, all'evidenza, prematura. Nondimeno, anche nella prospettiva dei futuri decreti correttivi (art. 19, co. 4, legge Capitali) può essere opportuno segnalare alcune caratteristiche delle scelte operate dal legislatore nel difficile bilanciamento tra semplificazione e tutela degli investitori. E ciò tanto più se le si confronta con le strategie normative utilizzate a livello europeo con il *Listing Act*, nel quale l'obiettivo di ridurre i costi di accesso al mercato è perseguito agendo sulla disciplina di trasparenza in materia di prospetto e abusi di mercato e lasciando, di contro, impregiudicati i presidi di *governance* a tutela delle minoranze, salva l'unica eccezione della disciplina sulle strutture a voto plurimo [27].

Particolarmente delicate risultano, anzitutto, le soluzioni adottate con riguardo agli emittenti di nuova quotazione. Le scelte operate dal legislatore sono state fortemente criticate argomentando dalla loro idoneità a indebolire "proprio i meccanismi di *governance* che si sono rivelati più efficaci nel proteggere i soci di minoranza" [28], soprattutto con riguardo alle PMI che decidano di adottare il regime previsto per gli emittenti di nuova quotazione [29]. A tale rilievo è stato replicato con un tradizionale argomento di *law and finance*: le regole di *governance* incidono sul prezzo che gli investitori sono disposti a pagare in sede di collocamento, sicché sono le dinamiche di mercato (*market test*) a determinare l'effettiva praticabilità delle scelte operate nello statuto dagli emittenti di nuova quotazione [30]. L'argomento

[27] Rispettivamente, regolamento (UE) 2024/2809, che modifica i regolamenti (UE) 2017/1129, (UE) 596/2014 e (UE) 600/2014, e direttiva (UE) 2024/2810, sulle strutture di azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni.

[28] R. Costi, L. Enriques, *Italy's Capital Markets Reform Puts Investor Protection at Risk*, in *Oxford Business Law Blog*, 2025, reperibile in *blogs.law.ox.ac.uk*. Analogamente, nell'audizione davanti alle Commissioni Giustizia e Finanze della Camera dei Deputati e del Senato della Repubblica in data 27 novembre 2025, reperibile in *consob.it*, il Presidente della Consob ha rilevato che la nuova disciplina rafforza "la posizione dell'azionista di controllo senza introdurre adeguati contrappesi" (la citazione è a p. 9 della memoria).

[29] Nel senso che la delibera di adozione del nuovo regime è rimessa alla volontà del primo azionista nei 2/3 dei casi possibili e il *whitewash* ha scarsa efficacia perché la minoranza di blocco esiste in meno del 10% dei casi, M. Belcredi, A. Cardani, *Opzioni e incentivi alla quotazione e al delisting*, 2026, reperibile in *centridiricerca.unicatt.it*, 61 ss.

[30] Così N. Abriani, E. Desana, M. Siri, M. Ventoruzzo, *Some Critiques of Italy's Capital Markets*

risulta, tuttavia, solo parzialmente condivisibile. Per un verso, infatti, può essere discusso se gli investitori, anche sofisticati, prezzino effettivamente le clausole statutarie [31]; per altro verso, il *market test* può funzionare in sede di *initial public offering*, ma non nel caso di modifiche successive alla quotazione [32], come previsto, invece, dall'art. 154.2, co. 2, t.u.f. o come consentito alle PMI già quotate [33]. Non mancano, altresì, conferme empiriche che un indebolimento dei presidi a tutela della minoranza – e, quindi, proprio di coloro che sono chiamati ad apportare capitale – rischia di frustrare gli obiettivi perseguiti dal legislatore. In particolare, la ridotta diffusione delle azioni a voto plurimo e lo "scarso interesse da parte degli operatori per le misure di ulteriore potenziamento del voto maggiorato e del voto plurimo" introdotte dalla legge Capitali [34] indicano con sufficiente chiarezza, sia pure in modo indiretto, la scarsa propensione degli investitori a finanziare società la cui *governance* può favorire condotte espropriative da parte della maggioranza.

Parimenti delicata risulta la disciplina dell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci. Diversamente da quanto accade in un'offerta pubblica di acquisto, nell'istituto in esame il *delisting* non consegue a un'operazione incentrata su una pluralità di contratti tra l'offerente e i singoli azionisti della società, ma a una delibera assunta da una maggioranza qualificata dei soci su proposta degli amministratori. Per questa ragione, mentre nell'offerta pubblica di acquisto il *delisting* dipende da una pluralità di decisioni individuali, che l'offerente non controlla e la minoranza può utilizzare strategicamente per conseguire un prezzo di offerta più alto,

---

Reform Put a Real Understanding of the New Rules at Risk, in *Oxford Business Law Blog*, 2025, reperibile in *blogs.law.ox.ac.uk*.

[31] Sul punto, L. Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, in 152 *U. Pa. L. Rev.*, 2003, 740 ss.; M. Klausner, *Institutional Shareholders, Private Equity, and Antitakeover Protection at the IPO Stage*, *ivi*, 780 ss.

[32] Al riguardo, il riferimento classico è L. Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, in 102 *Harv. L. Rev.*, 1989, 1820 ss., spec. 1838 ss.

[33] L'impraticabilità del *market test* non significa che, in tale ipotesi, manchino strumenti a tutela degli investitori, valendo in particolare i *quorum* rafforzati delle assemblee straordinarie e il diritto di recesso, nonché, nel caso di adesione al regime semplificato da parte di una PMI, il *whitewash* (*supra*, n. 4.1). Si può, nondimeno, discutere se tali tutele abbiano la medesima efficacia dello sconto sul prezzo in sede di quotazione: le regole deliberative e il diritto di recesso possono, infatti, essere neutralizzate in sede di adesione al regime semplificato (art. 154.4 t.u.f.); i *quorum* rafforzati possono essere raggiunti facilmente in presenza di un socio di controllo particolarmente forte e un azionariato di minoranza disperso e poco incline alla partecipazione assembleare (M. Belcredi, A. Cardani, *Opzioni e incentivi*, cit., 62); il *whitewash* è soggetto alla soglia minima del 10% (art. 16, co. 2, d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47) e non ha la stessa forza negoziale dell'autotutela mediante sconto sul prezzo: M. Belcredi, A. Cardani, *Opzioni e incentivi*, cit., 62.

[34] Sul punto, rispettivamente, F. Ghezzi, F. Urbani, *Il voto plurimo nel diritto societario italiano, tra mito e realtà. Un'analisi empirica*, in *Merc. conc. regole*, 2025, 9 ss. e Consob, *Relazione per l'anno 2025*, cit., 56, da cui la citazione.

nell'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci si pone un problema di possibile oppressione della minoranza da parte della maggioranza [35]. I presidi societari che la riforma ha predisposto al riguardo – *whitewash*, parere preventivo degli amministratori indipendenti e disciplina del prezzo di acquisto [36] – non sembrano, tuttavia, particolarmente efficaci nello specifico contesto italiano. Come dimostrato da una recente indagine empirica, infatti, (1) il 97% degli amministratori indipendenti è espresso dal socio di maggioranza [37], (2) in presenza di un azionariato di minoranza diffuso il *whitewash* può essere depotenziato da problemi di azione collettiva [38] e (3) il prezzo minimo previsto dalla legge (= la media ponderata dei prezzi di chiusura delle azioni nei sei mesi precedenti: art. 112 *bis*, co. 2, t.u.f.) è inferiore del 20% al prezzo medio delle offerte pubbliche di acquisto promosse tra il 2015 e il 2026 [39].

Con riferimento, infine, al *downlisting*, la scelta operata dal legislatore merita di essere apprezzata sul piano della politica del diritto, offrendo all'emittente un'alternativa intermedia tra la permanenza sul mercato regolamentato e l'uscita integrale dal mercato dei capitali [40]. Il successo della previsione pare, tuttavia, dipendere da un'adeguata efficienza del mercato di destinazione. Diversamente, il *downlisting* rischia di risolversi in una tappa intermedia del percorso verso il *delisting*.

6. *Il ruolo della regolamentazione e la necessità di un ecosistema completo*

Le conclusioni così raggiunte si collocano, a loro volta, nel più ampio contesto che si apre superando, come suggerito dall'analisi empirica, la *regulatory overreach hypothesis* [41].

---

[35] In proposito, J. Payne, *Schemes of Arrangement*, cit., 85 ss.

[36] *Supra*, n. 4.2.

[37] M. Belcredi, A. Cardani, *Opzioni e incentivi*, cit., 15 e 32.

[38] M. Belcredi, A. Cardani, *Opzioni e incentivi*, cit., 35 s.

[39] M. Belcredi, A. Cardani, *Opzioni e incentivi*, cit., 33.

[40] Al riguardo, G. Balp, *Downlisting and the Attractiveness of EU Public Equity Markets*, 2024, reperibile in *papers.ssrn.com*, 4 s.

[41] *Supra*, n. 2. Per l'osservazione che "nel complesso, la disciplina della quotazione non sembra costituire un fattore determinante della decisione di quotarsi", Oxera, *Primary and secondary*, cit., 50; analogamente, R. Costi, L. Enriques, *Italy's Capital Markets Reform*, cit., che, con riguardo alle ridotte dimensioni del mercato borsistico italiano, rilevano che "la regolamentazione non è l'unica ragione e nemmeno la principale"; con specifico riferimento alla riforma del t.u.f., nel senso che le relative norme possono "contribuire positivamente o negativamente" allo sviluppo del mercato dei capitali, ma solo "in concerto con numerose altre disposizioni" in particolare fiscali, e con "variabili economiche '*hard core*'", M. Ventoruzzo, *La riforma del t.u.f.*, cit., 783.

Riducendo i costi di *compliance* per gli "emittenti di nuova quotazione", la riforma del t.u.f. interviene su una potenziale barriera all'ingresso e, quindi, incide sull'offerta di strumenti finanziari sul mercato borsistico. Il problema rimane, tuttavia, aperto sul lato della domanda. Cruciali risultano, in particolare, la mancanza di investitori istituzionali che operino come *anchor investor* e, più in generale, la debolezza dell'ecosistema italiano del mercato dei capitali. Un mercato di borsa funzionante richiede, infatti, un ecosistema completo, che assicuri una significativa raccolta di capitale, un'adeguata gestione delle asimmetrie informative e la liquidità del mercato secondario [42]. Né va dimenticato che ogni intervento orientato a favorire l'accesso delle PMI al mercato di borsa si pone in concorrenza diretta con il sistema del credito bancario [43].

Una volta assunta la decisione di "favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio con particolare riguardo ai mercati regolamentati" (art. 19, co. 2, lett. a), legge Capitali) e di offrire "una gamma più ampia di investimenti efficienti ai cittadini" [44], per un ecosistema completo non sembrano esserci alternative a un concorso di strumenti di mercato e di scelte forti di politica industriale. La valorizzazione dei fondi pensione [45] e l'istituzione di conti di risparmio e investimento fiscalmente incentivati [46] possono consentire la raccolta di capitali necessaria. La

---

[42] Il riferimento classico è B. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, in 48 *UCLA L. Rev.*, 2001, 781 ss., spec. 792 ss.; sul punto sia consentito anche il rinvio ad A. Perrone, *Small and Medium Enterprises Growth Markets*, in D. Busch, E. Avgouleas, G. Ferrarini (eds.), *Capital Markets Union in Europe*, Oxford, 2018, 263.

[43] Rilevano la riduzione del costo del credito bancario successiva alla quotazione, giustificabile per il rafforzamento del potere negoziale dell'impresa nei confronti delle banche, determinato dalla disponibilità di una fonte esterna alternativa di finanziamento, M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis*, in 53 *J. Fin*., 1998, 27 ss.; sull'effetto della concorrenza dei mercati sull'attività di *relationship lending*, A. Boot, A. Thakor, *Can Relationship Banking Survive Competition?*, in 55 *J. Fin*., 2000, 679 ss.

[44] Commissione Europea, *Unione del risparmio e degli investimenti. Una strategia per promuovere la ricchezza dei cittadini e la competitività economica nell'UE*, COM(2025) 124 final, 2.

[45] Sulla scorta delle indicazioni di OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020*, cit., 15, riprese da Ministero dell'economia e delle finanze, *La competitività dei mercati finanziari*, cit., e aventi come referente teorico il lavoro di B. Madrian, D. Shea, *The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior*, in 116 *Q. J. Econ.*, 2001, 1149 ss., in tal senso la recente previsione che: (1) introduce l'adesione automatica a forme di previdenza complementare cui destinare il TFR e gli eventuali contributi previsti dai contratti collettivi di lavoro e (2) rimette agli statuti e ai regolamenti delle forme pensionistiche complementari la determinazione di "percorsi o linee di investimento caratterizzati da differenti profili di rischio-rendimento, tenendo conto in particolare dell'orizzonte temporale dell'investimento e dell'età anagrafica dell'aderente" (art. 1, co. 204 e 205, legge 30 dicembre 2025, n. 199). Per il rilievo che "alcuni Stati membri già dispongono di un settore delle pensioni integrative relativamente sviluppato e, non a caso, hanno anche mercati dei capitali più sviluppati" e per la valorizzazione della "sottoscrizione automatica" dei fondi pensione, Commissione Europea, *Unione del risparmio e degli investimenti*, cit., 8.

[46] Per una discussione dell'esperienza dei piani individuali di risparmio (PIR) introdotti con la

promozione della consulenza e delle ricerche in materia di investimenti può favorire una gestione efficiente delle asimmetrie informative [47]. La creazione di infrastrutture di mercato paneuropee e la promozione di *market maker* specializzati possono, infine, contribuire ad assicurare la necessaria liquidità del mercato secondario [48].

Né, in questa prospettiva, risulta fuori luogo che la riforma sia intervenuta contemporaneamente sul mercato di borsa e sul mercato del capitale privato. I due mercati sono complementari: come per gli investimenti in *private equity* la quotazione in borsa è un'essenziale strategia di *exit* [49], così per il mercato di borsa gli investimenti in *private equity* possono costituire un'ottima *pipeline* di future quotazioni. Certo, nell'esperienza italiana degli ultimi anni il capitale privato ha spesso costituito la via di uscita dal listino, talora a prezzi più bassi del valore fondamentale delle azioni, così da rendere urgente un intervento a sostegno del mercato di borsa. Nondimeno, un ordinamento che favorisca il buon funzionamento di entrambi i mercati beneficia l'intero sistema economico: offre canali di finanziamento "su misura" per le singole imprese e risponde alle diverse esigenze delle varie tipologie di investitori.

Anche nel mercato dei capitali, così come in quello delle banche, ha, quindi, molto senso favorire un approccio plurale che valorizzi, con intelligenza ed equilibrio, le "biodiversità" del sistema finanziario. È una *long and winding road*, ma ci sono molte buone ragioni per percorrerla.

---

legge di bilancio 2017, OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020*, cit., 30 ss.; nel senso che "l'esperienza di alcuni Stati membri ha già dimostrato il potenziale dei conti di risparmio e investimento per stimolare la partecipazione degli investitori al dettaglio ai mercati dei capitali, soprattutto quando questi conti sono accompagnati da incentivi adeguati", Commissione Europea, *Unione del risparmio e degli investimenti*, cit., 6; per la proposta a livello europeo di un conto di risparmio fiscalmente agevolato, Commissione Europea, Raccomandazione (UE) 2025/2029, C(2025) 6800.

[47] Al riguardo, Ministero dell'economia e delle finanze, *La competitività dei mercati finanziari*, cit., 33, testo e nt. 61; OECD, *OECD Capital Market Review of Italy 2020*, cit., 32.

[48] Sul punto sia consentito il rinvio ad A. Perrone, *Small and Medium Enterprises*, cit., 264.

[49] Nel senso che "la mancanza di adeguate opzioni di uscita per gli investitori è spesso citata come una delle principali ragioni del sottosviluppo dei fondi di capitale di rischio e di capitale di crescita nell'UE" e che "la quotazione sui mercati pubblici è una delle possibili opzioni per l'uscita", così da essere giustificata la scelta europea di politiche per "migliorare l'attrattiva dei mercati pubblici dei capitali", Commissione Europea, *Unione del risparmio e degli investimenti*, cit., 11.

Quotarsi per crescere: luci e ombre delle nuove regole

Going public to grow: the bright and dark sides of the new rules

Francesco Vella*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-13

ABSTRACT

Il contributo si propone di verificare se l'impianto della riforma del t.u.f. in materia di emittenti di nuova quotazione sia in grado di realizzare le finalità perseguite dal legislatore, in un contesto nel quale la raccolta di capitali si sposta verso i mercati privati e le borse competono con il *private equity*. Condiviso il presupposto della scelta compiuta, volta ad ampliare gli spazi di autonomia statutaria (prezzabili dagli investitori al momento della quotazione), se ne segnalano le criticità: l'adesione a scatti e la "retromarcia" consentita alle già quotate che mantengano la qualifica di PMI appannano quel presupposto; l'eccessiva frammentazione dei regimi compromette la certezza e la standardizzazione necessarie ad attrarre gli investitori; un ambiente normativo "agevolato" senza termine rischia di dare vita a "riserve indiane", dove chi è piccolo rimane comodamente piccolo. Di qui l'ipotesi di una tecnica regolatoria basata su *sunset clauses*, da coniugare con la leva fiscale, e l'invito ad affiancare, agli interventi sulle regole degli emittenti, misure che guardino ai bisogni degli investitori e al *deficit* di liquidità dei mercati.

This paper aims to assess whether the framework introduced by the reform of the Italian Consolidated Law on Finance (t.u.f.) for newly listed issuers is capable of achieving the objectives pursued by the lawmaker, in a context in which capital-raising is shifting towards private markets and stock exchanges are competing with private equity. While the rationale behind that legislative choice – widening the scope for issuers to tailor their articles of

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università di Bologna, e-mail: francesco.vella@unibo.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la* governance *societaria?*", promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma il 17 giugno 2026. Lo scritto è destinato anche agli Studi in onore di Gian Domenico Mosco.

association, which investors can price in at the time of listing – is endorsed, the paper points to a number of weaknesses: the staggered, piecemeal opt-in and the 'reversal' permitted for already listed companies that retain their SME status blur that very rationale; excessive fragmentation of the regulatory regimes erodes the certainty and standardisation needed to attract investors; a 'facilitated' regulatory environment with no time limit risks creating sheltered enclaves, where small players remain comfortably small. Hence the proposal for a regulatory approach based on sunset clauses, to be combined with tax incentives, and the call to complement the rules governing issuers with measures addressing investors' needs and the shortage of market liquidity.

SOMMARIO:

1. Vendere fiducia sui mercati. – 2. Potenzialità e limiti dell'autonomia statutaria. – 3. Il rischio delle "riserve indiane". – 4. Regole che tramontano. – 5. Mercati, liquidità e investitori: nuove politiche industriali.

1. *Vendere fiducia sui mercati*

I limiti di un breve saggio non consentono una analisi dettagliata sulla disciplina degli emittenti di nuova quotazione, con particolare riferimento alle condizioni che ne governano l'accesso ai mercati. D'altronde, questi specifici profili (che, ricordo in rapida sintesi, riguardano una *governance* più flessibile, con la possibilità per lo statuto di disciplinare liberamente le modalità di elezione degli organi societari, *quorum* deliberativi ridotti per le modifiche statutarie, salvo il caso in cui siano state emesse azioni a voto plurimo oppure previste maggiorazioni del voto, limitazioni al diritto di recesso, e semplificazione della disciplina delle operazioni con parti correlate) da un lato sono stati oggetto di discussione e approfondimento durante l'*iter* del provvedimento legislativo [1], dall'altro hanno generato un grande interesse della dottrina che ha già dedicato ampi studi al nuovo regime [2]. Senza tener

[1] Cfr. M. Belcredi, *Osservazioni allo schema di decreto legislativo recante: "attuazione della delega di cui all'articolo 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, per la riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali recate dal testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, nonché per la modifica di ulteriori disposizioni vigenti al fine di assicurarne il miglior coordinamento" (AG 331)*; L. Enriques, *Osservazioni allo schema di decreto legislativo AG 331 (in tema di revisione del t.u.f. e del diritto delle società)*; F. Vella, *Memoria recante osservazioni sulla "riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile, e disposizioni di coordinamento"*, tutte pubblicate in *Giur. comm.*, 2026, I, 285 ss.

[2] M. Cian, *La disciplina degli emittenti di nuova quotazione: una prima esegesi*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2026, 794 ss.; P. Valensise, M. Sacchetti, *PMI e neo quotate: le nuove regole facilitative*, in *Società*, 2026, 793 ss.

conto che questo presuppone ancora una completa sedimentazione alla luce dei poteri regolamentari attribuiti alla Consob [3].

In questo contesto, è forse più opportuno cercare di rispondere ad una domanda di carattere generale e cioè se l'impianto dell'intervento, così come concepito, possa essere in grado di realizzare con efficacia le finalità che lo stesso legislatore ha posto a suo fondamento, individuando possibili percorsi di miglioramento e di superamento delle criticità rilevate.

Guardando alle finalità, occorre, come è ben noto, partire da lontano, e cioè dalle riflessioni contenute nel Libro verde del 2022 presentato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze e significativamente intitolato "La competitività dei mercati finanziari italiani a supporto della crescita". Basandosi su una attenta analisi delle principali dinamiche che hanno caratterizzato il mercato del capitale di rischio, veniva innanzitutto indicata la strada della semplificazione del quadro normativo e dell'alleggerimento degli oneri ai quali soprattutto le imprese di minori dimensioni sono sottoposte. Nel contempo, per realizzare quello che veniva definito come un "cambio di passo" strutturale nel rapporto tra imprese e mercato, un rapporto incrinato anche da "fughe" verso altri ordinamenti ritenuti più appetibili, si prevedevano misure che incidevano direttamente sul diritto societario, come l'ampliamento dell'uso del voto multiplo, considerato in grado di agevolare le quotazioni, disattivando la minaccia della perdita del controllo, particolarmente sentita da un'imprenditoria notoriamente ancorata a una forte presenza familiare. Due anni dopo, la legge 5 marzo 2024, n. 21, anche questa significativamente denominata "Interventi a sostegno della competitività dei capitali", accoglieva alcune delle indicazioni del Libro verde (come il rafforzamento della maggiorazione del voto) ma rilanciava delegando il Governo per agevolare ulteriormente l'accesso delle imprese di ridotte dimensioni ai mercati regolamentati, rendendole maggiormente attrattive per gli investitori istituzionali ed anche ampliando le forme di finanziamento alternative alla quotazione o al credito bancario [4]. Se volessimo riassumere l'insieme di questi obiettivi potremmo parlare di un intervento a 360 gradi su tutto l'ecosistema con l'offerta di una molteplicità di strumenti per accompagnare l'imprenditoria verso un sentiero di crescita e sviluppo. Obiettivi giustificati dalle ben note, e ormai indagate da ampissima letteratura, difficoltà a salire sull'ascensore della crescita che caratterizza la nostra dorsale produttiva con le conseguenze di una forte frammentazione dimensionale, sottocapitalizzazione, gestione familistica

[3] Per il dibattito su questi temi si rinvia alle risposte al documento di consultazione Consob del 1° luglio 2026, "Proposte di modifica al Regolamento Emittenti per la definizione della detenzione congiunta ai sensi degli articoli 154.4, comma 3, del t.u.f. e 16, comma 2, del decreto legislativo 27 marzo 2026, n. 47".

[4] P. Montalenti, *La legge capitali e la delega alla riforma del Testo Unico della Finanza*, in *Giur. comm.*, 2024, I, 497 ss. Sui criteri di delega si sofferma anche P. Marchetti, *Il D.Lgs. n. 47/2026 e le modifiche del codice civile in materia societaria*, in *Notariato*, 2026, 373.

e scarsamente manageriale; e gli ostacoli a rintracciare sul piano finanziario e organizzativo adeguate risorse per investimenti e innovazioni tecnologiche.

Una direzione di marcia, quella indicata dal legislatore, sicuramente condivisibile poiché l'accesso alla quotazione può rappresentare un passaggio fondamentale per raccogliere capitali che facilitano investimenti di più lunga prospettiva, una raccolta che però presuppone sistemi organizzativi e di *governance* per tutelare gli investitori e rafforzare valori reputazionali. Ed infatti, confrontando campioni di medie imprese italiane quotate con campioni simili per settore e dimensione che non hanno fatto questa scelta, le prime hanno spesso tassi di crescita superiori ed anche una diversa maturazione in termini di strutture di *governance*, trasparenza e rendicontazione [5]. D'altronde, i primi risultati di una ricerca comparata, che sto svolgendo insieme ai Dottori Del Linz e Orciani dell'Università di Bologna, confermano che, pure nella diversità delle tecniche e degli strumenti utilizzati, molti ordinamenti (ad esempio Gran Bretagna, Usa, Francia) si sono mossi in una analoga direzione, in coerenza, peraltro, con le strategie comunitarie volte a rilanciare la competitività dei mercati dei capitali anche attraverso una riduzione degli oneri amministrativi e di *compliance* [6] connessi allo *status* di emittente quotato [7]. Una scelta, questa, non bisogna dimenticarlo, che rappresenta un'opzione politica di grande rilevanza di fronte ad un fenomeno migratorio non tra mercati, ma tra mercati e privato, così ben descritto da Sandro Trento nel suo recente volume *Capitalismo carismatico*. Siamo, cioè, in presenza di "un mutamento strutturale che racconta bene lo spostamento dal *public* al *private*" [8], attraverso la diffusione di nuovi attori (*private debt* e *private equity*) che si candidano a sostituire le tradizionali forme di raccolta di capitali. Un fenomeno, qui appena richiamato, al quale la letteratura sta dedicando grande attenzione [9] e che presenta molteplici sfaccettature non riconducibili certo al solo rilievo che le regole possono assumere, ma che pone non pochi e preoccupanti interrogativi.

Da un lato è infatti innegabile il ruolo che questi nuovi attori possono avere nell'accompagnare la crescita imprenditoriale [10], un ruolo particolarmente funzionale

---

[5] Su questi temi mi permetto di rinviare a F. Vella, *Crescere su mercati e piattaforme: le Piccole medie imprese tra regole e politica industriale*, in *Merc. conc. reg.*, 2019, 251 ss.

[6] Sulla rilevanza di tali costi si sofferma S. Gilotta, *La quotazione delle piccole e medie imprese e il problema del costo della trasparenza*, in *Giur. comm.*, 2024, I, 1326 ss.

[7] L. Plattner, *Il* Listing Act*: una riforma coraggiosa e innovativa per il rilancio della competitività dei mercati finanziari dell'Unione Europea*, in *Riv. soc.*, 2024, 112.

[8] S. Trento, *Capitalismo carismatico*, Egea, 2026, 45.

[9] Più di recente S. Gilotta, *The Decline of Public Equity Markets: Causes, Consequences, and Policy Implications*, 26 agosto 2026, 1 ss., disponibile su *ssrn.com*.

[10] Ed infatti la riforma del t.u.f. interviene anche in questo campo introducendo alcuni strumenti, come le società di partenariato, che vanno proprio in una simile direzione; cfr. A. Capizzi, P. Agstner, P. Giudici, Venture capital *e OICR: le società di partenariato*, in *Società*, 2026, 769 ss.

alle caratteristiche strutturali della nostra imprenditoria in termini di appetibilità rispetto alla quotazione. Come testimonia l'efficace e utile racconto di una recente ricerca, quest'ultima appare infatti "meno attrezzata ad offrire un pacchetto multidimensionale di servizi *one-stop-shop* quale quello cui i *private equity* consentono di accedere. Le note caratteristiche di prudenza, circospezione e riservatezza degli imprenditori familiari li portano a preferire un interlocutore univoco e identitario, dotato di discrezione, fortemente focalizzato sui risultati e latore di un piano strategico e un orizzonte temporale condivisi. Si tratta di un'interfaccia che non soffre degli umori volubili del 'mercato', soggetto quest'ultimo del quale gli imprenditori hanno spesso faticato a comprendere le logiche e dal quale si sono sentiti delusi poiché fautore di valutazioni della propria azienda non coerenti con le loro aspettative. Una diarchia, quella offerta dai *private equity*, che appare a molti di loro, spesso monarchi nelle rispettive aziende, più funzionale e virtuosa che non la democrazia imposta dai public markets" [11].

Dall'altro, però, è evidente che in questo modo la linea di confine tra mercati pubblici e privati diventa "sempre più labile a causa della crescente tendenza all'apertura di questi ultimi anche agli investitori *retail*" [12]. Di una simile apertura abbiamo numerose testimonianze oltreoceano con l'ordine esecutivo dell'amministrazione Trump che, utilizzando l'evocativo titolo *Democratizing Access to Alternative Assets for 401(k) Investors*, amplia le facoltà di investimento (anche in criptovalute!) dei famosi piani pensionistici 401(k), e con l'acceso dibattito sollevato dagli interventi delle Autorità di vigilanza volti a disciplinare l'industria del *private equity* [13]. Ma anche le strategie comunitarie, mi riferisco alla *Savings and Investments Union*, sono tutte volte a riorientare la liquidità detenuta dai risparmiatori europei sui conti correnti verso una più spiccata propensione agli investimenti nel capitale delle imprese, per alleggerire queste dagli eccessivi vincoli del canale bancario. Ed è scontato che una simile ricomposizione delle attività finanziarie richiede un attento equilibrio tra lo sviluppo di linee di investimento di per sé più rischiose e le esigenze di tutela e protezione [14] che trovano i loro ovvi e maggiori presidi nei

---

[11] Area Studi Mediobanca, *Medie imprese italiane e* private equity*: vent'anni di trasformazione e crescita*, giugno 2026, 7, disponibile su areastudimediobanca.com. Anche il rapporto Consob *Capital markets in Italy. Mid-year update*, June 2026 sul sito *consob.it*, mette in evidenza (11) come "Today, private financing increasingly supports not only start-ups but also the growth and scaling of companies, particularly in technology-intensive sectors with a high share of intangible assets. This trend is especially pronounced in artificial intelligence".

[12] G. Strampelli, *L'apertura dei mercati privati agli investitori* retail*: i riflessi sulla disciplina del risparmio gestito*, in *Riv. soc.*, 2025, 600.

[13] W.W. Clayton, *Private equity fund bargaining*, in B. Broughman, E. de Fontenay (eds), *Research Handbook on the structure of private equity and venture capital*, Edward Elgar Publishing, 2026, 12 ss.

[14] A. Guccione, F. Vella, *Il futuro del mercato unico dei capitali: le proposte della Savings and Investments Union*, in *AGE*, 2025, 409. Mette in evidenza come "La transizione verso una maggiore

mercati pubblici e nelle regole (di trasparenza, di *governance*) che questi impongono. L'opzione di "spingere" le imprese verso la quotazione rappresenta, quindi, la via maestra per i regolatori per realizzare questo equilibrio, prevenendo (e qualche scricchiolio nel mercato del *private equity* ogni tanto si sente) eccessive esposizioni al rischio del risparmio privato.

In sostanza, il paradigma è cambiato e il successo delle borse, come si è sottolineato, non si basa solo sui "vantaggi assoluti", e cioè sulla semplificazione delle regole precedenti, ma su quelli "*relativi* in relazione all'*iter* alternativo offerto dai fondi *private equity*" [15]. Riprendendo ancora le parole di Sandro Trento, nella borsa non si vendono prodotti, ma si vende fiducia; se si valorizza la borsa si valorizza e tutela il bene essenziale (appunto la fiducia) per lo sviluppo dei mercati. Una valorizzazione che non si risolve solo nella maturazione di più efficienti organizzazioni imprenditoriali, ma ha una portata decisamente più ampia: un mercato dei capitali solido e di spessore è, infatti, parte integrante di una infrastruttura essenziale per la crescita economica, con una diversificazione dei rischi nel sistema finanziario e nei rapporti tra questo e le imprese che ne garantisce equilibrio e stabilità, tanto da divenire un fattore qualificante anche nei sempre più incerti scenari geopolitici [16].

2. *Potenzialità e limiti dell'autonomia statutaria*

Le considerazioni appena svolte giustificano senz'altro una più ampia strategia volta a incentivare l'accesso al mercato dei capitali attraverso la leva della riduzione dei costi regolamentari. Una scelta di politica legislativa, quindi, condivisibile e in linea, come abbiamo visto, con quelle dinamiche di semplificazione ispirate ai principi di proporzionalità che caratterizzano l'evoluzione degli assetti del quadro regolamentare comparato ed europeo. Un quadro regolamentare che però sta cercando di assestarsi sul delicato equilibrio tra queste esigenze e la necessaria permanenza di uno "zoccolo duro" di tutele degli investitori per identificare *standard* comuni che prevengano sia una eccessiva frammentazione dei mercati, sia una loro curvatura verso presidi di protezione troppo deboli che corrono il rischio di allontanare gli investitori, proprio nel momento nel quale ci si rivolge alla più ampia platea del *retail*.

---

partecipazione ai mercati deve essere graduale, equilibrata e coerente con la tutela dei risparmiatori", G. Torriero, *La Savings and Investments Union tra rischi geopolitici, innovazione digitale e semplificazione regolamentare*, in *Bancaria*, n. 7/8, 2026, 44.

[15] G. Barbaresco, *Le medie imprese manifatturiere e il* listing, in Osservatorio Consob – Cetif – Università Cattolica, *Rapporto PMI e mercato dei capitali*, 2026, 47.

[16] C.J. Milhaupt, W.-G. Ringe, *The Political Economy of Global Stock Exchange Competition*, in *ECGI Law Working Paper*, n. 872, 2025, 23 ss.

In questo contesto, la leva utilizzata dal nostro legislatore è il riconoscimento di una più ampia autonomia statutaria con il ridimensionamento nelle quattro aree già richiamate di obblighi e tutele previsti per le società quotate. L'assunto sul quale questa scelta si fonda, come sottolinea la Relazione illustrativa del provvedimento, risiede nel fatto che la semplificazione del regime normativo "non ha implicazioni sui diritti quesiti dei soci, in termini di valorizzazione del relativo investimento e posizioni di vantaggio riconosciute dalla legge. Il prezzo della maggiore flessibilità del regime che si viene a disegnare per tali società è infatti interamente sopportato dai soci preesistenti in sede di quotazione e i nuovi investitori acquistano consapevoli delle regole di *governance* applicabili" [17]. In altri termini, si affida alla contrattazione tra società e possibili investitori la flessibilità statutaria che questi ultimi, quindi, possono già originariamente "prezzare" al momento della quotazione, senza incidere sulle (né pregiudicare le) aspettative di chi ha invece precedentemente effettuato le sue scelte di investimento, fondandosi su un assetto statutario coerente con la disciplina comune a tutti gli emittenti quotati.

Ed appare significativo il fatto che una simile contrattazione può manifestarsi in molteplici direzioni a seconda delle peculiarità che le "quotande" possono presentare. Prendendo come esempio la struttura di *governance*, si prevede la facoltà di derogare al voto di lista [18] per la nomina degli organi sociali con la votazione per ogni singolo amministratore, anche se non si esclude che possano convivere entrambe le procedure [19]. Un meccanismo che potrebbe essere diretto verso una maggiore coesione e unitarietà nel *board*; ma le norme transitorie (in particolare l'art. 16 d.lgs. n. 47/2026) consentono di andare in direzione esattamente opposta, rafforzando il voto di lista, poiché si può anche prevedere la possibilità che non più dei due terzi degli amministratori di minoranza siano eletti tra le liste presentate dagli investitori istituzionali, con l'evidente obiettivo di rafforzare l'appetibilità della partecipazione al capitale. Una norma, questa, ricca di implicazioni sistematiche che qui non si possono analizzare [20], ma che comunque apre importanti prospettive per

---

[17] Relazione illustrativa allo schema di decreto di attuazione della delega di cui all'art. 19 della legge 5 marzo 2024, n. 21, 10.

[18] La modifica dello statuto per quanto riguarda l'elezione dei componenti dell'organo gestorio può riguardare naturalmente anche il meccanismo della lista presentata dal consiglio uscente, essendo espressamente prevista anche la deroga all'art. 147 *ter*.1 t.u.f.; ciò farà sì che vi saranno delle società in cui si applicheranno meccanismi eventualmente "corretti" anche per quanto riguarda questo strumento e società con regime ordinario che applicheranno la procedura e le regole previste dalla menzionata disposizione del t.u.f. tra cui quella in base alla quale il consiglio di amministrazione uscente delibera sulla presentazione della lista con il voto favorevole dei due terzi dei suoi componenti, quando invece, secondo il nuovo t.u.f., le candidature possono essere presentate dal consiglio di amministrazione senza alcuna specificazione sulle maggioranze richieste e quindi con applicazione di quelle ordinarie.

[19] P. Valensise, M. Sacchetti, *PMI e neo quotate*, cit., 797.

[20] Su questi temi cfr. G. Strampelli, *Il governo societario nelle società neo quotate*, in G. Ferrarini,

una possibile "ricomposizione" del concetto di minoranza azionaria su una direttrice in grado di configurare una distinzione tra categorie di azionisti (non tutti gli azionisti sono uguali); si tratta, in sostanza, di valorizzare ulteriormente il contributo di quelli, come gli investitori istituzionali, che possono favorire, si pensi soprattutto alle imprese con forte componente familiare, gestioni di maggiore stabilità e di più lungo periodo insieme a forme più mature di *governance*. Se si pensa che ad oggi l'86% delle società che si quotano all'EGM (il comparto destinato alle PMI) già utilizza il voto di lista per l'elezione del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale, si può cogliere appieno la portata della norma [21].

Il presupposto alla base del riconoscimento degli spazi di autonomia statutaria per ritagliare il vestito statutario sui bisogni della società al momento di accedere al mercato, alleggerendo anche quegli oneri che potrebbero fungere da dissuasori, appare senz'altro condivisibile, ma la scelta del nostro legislatore presenta non poche criticità che con quel presupposto non appaiono del tutto coerenti.

In primo luogo, nel regolare il profilo tempistico dell'applicazione del nuovo regime, con le modifiche statutarie che devono intervenire anteriormente alla presentazione al gestore del mercato della richiesta di ammissione alla quotazione (e con il riconoscimento del diritto di recesso per quegli azionisti che non prendano parte all'approvazione della relativa delibera), si prevede una possibile adesione graduale alla nuova disciplina, nel senso che la società può avvalersi della facoltà di introdurre le modifiche anche successivamente alla quotazione. Una sorta di adesione a scatti, con l'emittente che può genericamente prevedere nel proprio statuto la possibilità di avvalersi di ulteriori modifiche, possibilità "ritenuta sufficientemente cautelativa nei confronti dell'investitore" [22]. Se da un lato la modificabilità a tappe può oggettivamente generare condizioni di incertezza alle quali la compagine sociale (e soprattutto gli azionisti di minoranza) è esposta [23], potendo anche dar luogo a comportamenti "opportunistici" [24] dei soci di controllo, dall'altro il presupposto di

M. Siri (a cura di), *L'efficienza del diritto societario nel mercato dei capitali*, Giuffrè, 2026, dove sottolinea come "La finalità della norma è chiara: favorire l'ingresso nel consiglio di amministrazione di amministratori indicati dagli investitori istituzionali, assicurando una forma di rappresentanza del mercato. Si tratta di una finalità condivisibile".

[21] Cfr. il *Rapporto Osservatorio ECM*, 15 luglio 2026, disponibile su *osservatorio-ecm.com*.

[22] M. Cian, *La disciplina degli emittenti di nuova quotazione*, cit., 800.

[23] Perché potrebbero subire modifiche statutarie indesiderate e ciononostante rimanere "prigionieri" della società, ove il mercato secondario non sia sufficientemente liquido da consentire loro il pronto disinvestimento.

[24] G.A. Rescio, *Autonomia privata e tutela dei soci nelle società quotate*, in G. Ferrarini, M. Siri (a cura di), *L'efficienza del diritto societario nel mercato dei capitali*, Giuffrè, 2026, secondo il quale in questo modo "si favorisce il comportamento opportunistico di quei soci di maggioranza che si limitino a negoziare alcune modifiche, ad esempio quelle relative ai *quorum* dell'assemblea straordinaria e/o quelle consistenti nella eliminazione del recesso: ciò permetterebbe di effettuare le altre modifiche 'senza disturbare il conducente', anche perché la eliminazione del recesso per le cause di

un'esatta valutazione (il citato "prezzamento") dell'investitore al momento dell'accesso al mercato risulta inevitabilmente appannato perché fondato su una situazione che potrebbe, o non potrebbe, cambiare. In altri termini, ciò che doveva rimanere il presupposto in base al quale l'investitore effettua il suo scrutinio e conseguentemente mette a disposizione le risorse, finisce con il presentare confini mobili non necessariamente conciliabili con quel presupposto. O quanto meno sarà uno scrutinio da estendere (complicandosi) ad una valutazione prospettica circa il rilievo che le future modificazioni potrebbero avere. Valutazione che, ovviamente, finirà con il riflettersi anche sul "prezzamento".

3. *Il rischio delle "riserve indiane"*

Una simile impressione di contraddittorietà è confermata anche dal fatto che si consente una sorta di "retromarcia" alle società già quotate che nei due anni successivi all'entrata in vigore mantengano la qualifica di PMI, senza superare il limite di capitalizzazione di un miliardo di euro nei tre esercizi precedenti a quello in corso al 29 aprile 2026 e che non superino tale limite al momento della modifica statutaria. È pur vero che questa possibilità è circondata da specifiche tutele (oltre al diritto di recesso, il meccanismo del *whitewash*), ma è chiaro che, oltre a incidere sui diritti quesiti dei soci, la prospettiva dell'investitore che contratta la flessibilità statutaria come fondamento della sua decisione viene ancor di più negletta perché quest'ultimo si trova di fronte ad un diverso assetto statutario che non necessariamente riflette le tutele sulle quali aveva fatto affidamento. Problema di non poco conto perché può riguardare un ampio spettro di emittenti (secondo alcune indagini il 37,5% del listino [25]). Naturalmente, soltanto la concreta applicazione della riforma consentirà di verificare se e in che misura le opportunità offerte nel modellare gli statuti verranno sfruttate dagli operatori, ma una eccessiva frammentazione di regimi rischia di compromettere quei criteri di certezza e standardizzazione necessari per attrarre gli investitori sui mercati.

In futuro potremmo avere, infatti, una diversificazione di discipline a seconda che si tratti di società "quotande" (senza limiti dimensionali), PMI con analoghi benefici, PMI e società già quotate che invece continuano a seguire il regime ordinario. A prescindere da una disparità di trattamento tra diverse categorie di emittenti che potrebbe generare dubbi di incostituzionalità e che potrebbe quindi preludere ad una estensione delle deroghe a tutte le società [26], c'è da chiedersi se una

cui all'art. 2437, comma 1, c.c. potrebbe comportare il venir meno anche del diritto di recesso che l'art. 154.2, comma 1, t.u.f. concede ai non consenzienti rispetto ad ognuna delle modifiche autorizzate".

[25] M. Belcredi, *Osservazioni*, cit., 294.

[26] Come rileva L. Enriques, *Osservazioni*, cit., 300.

simile mancanza di uniformità non possa riflettersi in eccessivi costi di verifica e scrutinio di chi negli emittenti deve mettere le proprie risorse.

È evidente, infatti, che quando si parla di risorse il primo punto di riferimento è costituito innanzitutto dagli azionisti istituzionali [27] ed è conosciuta la elevata presenza nei nostri mercati di quelli esteri rispetto agli investitori domestici [28]; di fronte a questa realtà diventa importante bilanciare una valutazione in termini di costi-benefici, da un lato degli oneri di *compliance* delle imprese soprattutto di ridotte dimensioni, ma dall'altro degli altrettanto rilevanti oneri di copertura analitica, selezione delle informazioni rilevanti, valutazione prospettica dei gestori che, ormai il dato è fin troppo noto per essere ricordato, invocano sempre *standard* omogenei, certezza e prevedibilità delle regole. Oneri che vanno tenuti in particolare considerazione proprio per le PMI, perché il perimetro limitato della raccolta iniziale (in media 8,1 milioni) e quindi la ridotta dimensione dell'impegno dell'investitore, può scoraggiare dall'affrontarli. E c'è da chiedersi se le (meritorie) finalità che il nuovo assetto vuole raggiungere, nelle parole del legislatore, e cioè accompagnare l'accesso delle piccole e medie imprese verso forme alternative di raccolta di risorse in borsa in una prospettiva di crescita dimensionale, si possano facilmente raggiungere attraverso la creazione di, si passi l'espressione, "riserve indiane", dove chi è piccolo rimane comodamente piccolo in un ambiente normativo "agevolato" senza salire progressivamente in direzione di più evolute strutture di *governance*, inequivocabile segnale per gli investitori di una maturazione e di uno sviluppo sui quali scommettere [29].

A titolo di esempio si prendano le agevolazioni in una delle materie notoriamente più "sensibili" nelle società quotate e cioè le operazioni con parti correlate, con la possibilità di ampliare l'area di esclusione e l'innalzamento della soglia di rilevanza al 10%. Sicuramente la logica della semplificazione per procedure complesse e costose appare un importante segnale di riduzione di significativi costi di

---

[27] V. *infra*, par. 5.

[28] Peraltro, secondo il *Rapporto Osservatorio ECM*, cit., dal 2024 al 2025 la presenza degli investitori istituzionali domestici è aumentata, anche se sono rimaste stabili le masse investite.

[29] Mettono in evidenza come il raggiungimento di "una soglia dimensionale più elevata costituisce un obiettivo necessario anche per rendere le PMI attrattive nell'ottica degli investitori istituzionali" C. Schena, G. Redaelli, A. Tanda, Delisting *e deterrenza alle quotazioni in borsa*, in Osservatorio Consob – Cetif – Università Cattolica, *Rapporto PMI e mercato dei capitali*, cit., 39. Bisogna aggiungere che una simile attrattività rileva anche sotto un altro profilo che qui si può soltanto accennare; infatti, gli investitori istituzionali, anche per gli obblighi ai quali sono sottoposti, possono essere i soggetti ideali per "accompagnare" le imprese verso quella curvatura di sostenibilità che, con i dovuti criteri di proporzionalità, sta caratterizzando l'evoluzione dell'ordinamento. La letteratura in materia è notoriamente vastissima; ci si limita a richiamare C. Mosca, *Il ruolo degli investitori istituzionali e altri* stakeholders*. Interessi dell'impresa e tutela del mercato*, in M. Cera (a cura di), *Grandi imprese, sostenibilità*, compliance, Giuffrè, 2024, 92 ss.; G. Balp, *Finanza sostenibile e ruolo degli investitori istituzionali*, in M. Siri, D. Lenzi (a cura di), *Sostenibilità e informazione al mercato*, Giuffrè, 2026, 117 ss.

compliance [30], ma si delinea comunque, e soprattutto per le caratteristiche delle nostre PMI, con forte presenza familiare e a controllo concentrato, un possibile abbassamento di *standard* di presidio su operazioni *submaterial* che, cumulativamente o per profili qualitativi (conflitti, *timing*, parti correlate di fatto), può avere una certa incidenza su criteri di verifica indipendente che le procedure tutelano. E si immagini l'analogo valore segnaletico che per gli investitori istituzionali – per i quali "la tutela degli azionisti e, in particolare, quelli di minoranza, è un fattore abilitante per lo sviluppo e l'attrattività del mercato dei capitali italiano" e che fondano le loro decisioni su "un quadro normativo chiaro, proporzionato e bilanciato che salvaguardi i diritti e preservi l'equilibrio dei ruoli tra proprietà, *management* e azionisti" [31] – può avere il passaggio, sempre per l'immaginaria PMI a controllo familiare, dopo un periodo di rodaggio, a una regolamentazione di questa area così sensibile agli *standard* più elevati previsti dal diritto comune e conformi a quelli in vigore per tutte le società quotate.

L'esempio richiamato non è affatto casuale: nel 2026 l'AIDAF, l'associazione che raccoglie le imprese familiari italiane, ha approvato la nuova versione del codice di autodisciplina (ispirato, con i dovuti criteri di proporzionalità e semplificazione, a quello delle società quotate) che "pur volendo rappresentare un utile riferimento per tutte le imprese a controllo familiare costituite nella forma di società di capitali, si rivolge espressamente alle società familiari medie e grandi non quotate in mercati regolamentati e alle società che, seppure di dimensioni più piccole, sono avviate su un percorso di crescita significativa tale da giustificarne l'adozione, anche in maniera parziale" [32]. Uno dei dieci principi fondanti del codice (n. 8), nella consapevolezza dell'esigenza di marcare con forza una più chiara distinzione tra proprietà familiare e patrimonio imprenditoriale, riguarda proprio le operazioni con parti correlate: gli aderenti si devono infatti dotare di "presidi informativi e procedurali sulle operazioni con le parti correlate, con particolare riguardo ad azionisti di maggioranza e loro stretti familiari, al fine di assicurare che vengano compiute in modo trasparente e rispettando criteri di correttezza sostanziale e procedurale" con un riferimento, nei criteri applicativi [33] per l'individuazione delle soglie di rilevanza, al regolamento Consob.

---

[30] Peraltro, L. Enriques, *Osservazioni*, cit., 304, ricorda che "il Regolamento Consob in materia di operazioni con parti correlate già prevede la facoltà di un *opt-out* sia per le PMI (come *ivi* definite: art. 3, comma 1, lettera f)) sia per le società 'di recente quotazione' (ossia per i primi tre esercizi dalla quotazione)".

[31] Assogestioni, *Audizione Congiunta presso 2ª Commissione (Giustizia) e 6ª Commissione (Finanze e Tesoro), Senato della Repubblica, II Commissione (Giustizia) e VI Commissione (Finanze), Camera dei Deputati, 27 novembre 2025, sullo schema di decreto legislativo n. 331*, 3, disponibile su *assogestioni.it*.

[32] AIDAF, *Principi per il governo delle imprese familiari non quotate. Codice di autodisciplina*, 2026, disponibile su *aidaf.it*.

[33] "L'Organo di Amministrazione stabilisce le modalità di approvazione ed esecuzione delle

Una espressione di autoregolamentazione che conferma la rilevanza e delicatezza che queste operazioni assumono nelle imprese a controllo familiare, la forma organizzativa di gran lunga prevalente nel nostro sistema, e che suggerisce la definizione di una linea di continuità e uniformità nell'applicazione di una disciplina che nella prospettiva della crescita e dell'accesso ai mercati non dovrebbe presentare eccessive asimmetrie (sul piano applicativo potremmo avere società familiari non quotate con regole più stringenti di una "quotanda").

4. *Regole che tramontano*

In dottrina, rispetto alla impostazione seguita dalla riforma del t.u.f., si è sottolineato come forse sarebbe stato "molto più semplice, razionale e chiaro un meccanismo che si limitasse a concedere spazi di autonomia e semplificazione maggiori alle PMI, senza limiti di tempo e distinzioni tra già quotate e di nuova quotazione" [34], ma probabilmente può apparire più funzionale, proprio per il raggiungimento di quegli obiettivi di crescita dimensionale ai quali il legislatore fa riferimento, la strada di una applicazione graduata nel tempo della nuova disciplina. Così come già previsto in altri ordinamenti (ad esempio negli USA dove il sistema agevolativo tramonta dopo cinque anni, salvo perdita anticipata dello *status* per il superamento di determinate soglie quantitative), la definizione di un limite temporale dopo il quale si passa al regime ordinario potrebbe marcare la transitorietà "agevolativa" delle deroghe in funzione di un futuro passaggio ad un assetto maggiormente strutturato e conforme per tutte le quotate. In sostanza, una tecnica regolatoria basata su *sunset clauses*. Come è noto, in dottrina si è molto discusso sulla efficacia di tali clausole soprattutto con riferimento a potenzialità e limiti delle *time-based sunsets* rispetto alle *event-based sunsets* [35], ma è un dibattito prevalentemente incentrato sulla dimensione temporale delle strutture *dual class* richiamate negli statuti dove i soci fondatori si vogliono riservare il potere di controllo, e comunque,

operazioni con parti correlate, prevedendo che le operazioni di maggiore rilevanza siano approvate dall'Organo stesso e siano adeguatamente motivate circa l'interesse della società al compimento dell'operazione e la convenienza e la correttezza sostanziale delle relative condizioni. Per una compiuta valutazione delle condizioni dell'operazione, l'Organo di Amministrazione può valutare anche il supporto di esperti indipendenti. Nelle società grandi, l'Organo di Amministrazione approva le operazioni con parti correlate di maggiore rilevanza considerando l'opportunità di avvalersi anche di un parere non vincolante degli amministratori non esecutivi e non correlati".

[34] M. Ventoruzzo, *La riforma del t.u.f. Una introduzione*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2026, 787.

[35] Fra i tanti cfr. L.A. Bebchuk, K. Kastiel, *The Untenable Case for Perpetual Dual-Class Stock*, in *Virginia Law Review*, 2017, 585 ss.; J.E. Fisch, S. Davidoff Solomon, *The Problem of Sunsets*, in *Boston University Law Review*, 2019, 1057 ss. Per una più recente rassegna cfr. A. Brown, *The Dual-Class Dilemma and the Sunset-Clause Solution*, in *Harvard Business Law Review Columns*, 2025, 363 ss.

riassumendo, sono "considerate un compromesso adeguato tra l'esigenza di proteggere il socio 'visionario' e quella di tutelare l'investimento degli altri soci" [36]. A prescindere dal fatto che simili correttivi alla moltiplicazione del voto [37] sono già rintracciabili e diffusi nella prassi statutaria [38], in questo caso la prospettiva è in parte diversa e assume una valenza più generale come tecnica regolatoria incentrata sulla temporaneità delle prescrizioni e "funzionale a supportare un processo normativo basato sull'evidenza e sull'apprendimento dinamico" fondato su "un circolo virtuoso tra l'analisi degli effetti delle regole temporanee da un lato, e la definizione delle regole di lungo periodo dall'altro" [39]. In sostanza, si tratta di definire una soluzione di continuità tra una disciplina transitoria dettata da esigenze di flessibilità per realizzare obiettivi che il legislatore in un determinato periodo storico ritiene prioritari, in questo caso spingere le imprese verso la quotazione, e il consolidamento e la stabilizzazione dell'assetto normativo che quegli obiettivi giustificano, e cioè una disciplina uniforme dei mercati in funzione dell'attrattività per gli investitori. L'apprendimento dinamico prima richiamato consiste nel fatto che questa particolare tipologia di regolazione, ispirandosi ai ben noti principi dell'AIR [40], presuppone che il legislatore possa e debba monitorare nel tempo gli effetti reali della norma e nulla vieta che, pur destinata al tramonto automatico, si dimostri invece ancora utile e quindi vada mantenuta, circostanza, questa, "che permette di annoverare le *sunset clauses* tra i meccanismi funzionali ad arginare la tendenza inflattiva della regolazione" [41]. Una simile prospettiva di "passaggio evolutivo", in parte già indicata da recente dottrina [42], è importante perché potrebbe coniugarsi anche

[36] G. Ballerini, *Legge capitali e* regulatory competition *(con particolare riferimento all'ordinamento olandese)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2024, 991.

[37] Correttivi che non sono ritenuti particolarmente dirompenti "in un contesto di mercato a proprietà concentrata in termini di partecipazione al capitale, ancor prima che di 'arroccamento' dei diritti di voto": così F. Ghezzi, F. Urbani, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, 2024, 690.

[38] A titolo di mero esempio si veda, per una recente quotazione sull'EGM, l'art. 8 dello statuto di First Point s.p.a.

[39] M. Giusti, *Tecniche alternative di regolazione: stato dell'arte e prospettive*, in *Riv. trim. dir. pubb.*, 2024, 883.

[40] Come è noto da tempo il legislatore ha previsto un *framework* per l'indagine *ex ante* ed *ex post* dei processi regolatori (rispettivamente analisi e verifica dell'impatto della regolazione, AIR e VIR) volto a favorire un ciclo regolatorio ispirato a semplicità, chiarezza e attenta considerazione del rapporto costi-benefici.

[41] Cfr. M. Giusti, *Tecniche alternative di regolazione*, cit., 865.

[42] Cfr. D.U. Santosuosso, *L'accesso delle imprese ai mercati e il rapporto tra mercati regolamentati e non regolamentati*, in *RDS*, 2025, 971, che propone un passaggio "evolutivo" da MTF di crescita a MTF ordinari, sino ai MR, con "l'idea di un regime di applicazione graduale nel tempo di alcune delle norme più costose (per gli emittenti quotati su MR quelle sul voto di lista o, come insegna l'esperienza americana, sul dirigente preposto)".

con altri strumenti a disposizione del decisore pubblico [43], e tra questi può avere una funzione dirimente la leva fiscale. Molteplici possono essere le declinazioni di questi interventi, e ovviamente non è questa la sede, anche per la mancanza delle necessarie competenze in materia, per approfondirle, ma, ad esempio, ci si può chiedere se eventuali incentivi alla capitalizzazione, già sperimentati nel nostro sistema, destinati alle società che, uscendo dal regime semplificato, si adeguano a quello ordinario, non possano rappresentare un forte sostegno alla crescita patrimoniale.

5. *Mercati, liquidità e investitori: nuove politiche industriali*

Nei primi commenti alla riforma del t.u.f. si è opportunamente sottolineata l'esigenza di evitare un equivoco nel quale spesso si cade, e cioè quello di attribuire alla riforma stessa una funzione salvifica, come se cambiare le regole possa rappresentare una sorta di panacea contro tutti i mali e ridare immediatamente fiato alla limitata dimensione dei nostri mercati [44]. In realtà, come già accennato, molteplici sono i fattori (non ultimi anche quelli culturali) che condizionano le scelte di quotarsi, e lo sviluppo dei mercati borsistici e la storia lo testimonia.

Un grande e indimenticato economista definiva con ironia la grande e proficua stagione degli anni '90 del secolo scorso che ha dato al nostro paese una delle legislazioni più avanzate in materia, con il classico richiamo shakespeariano del "tanto rumore per nulla" per descrivere i miseri frutti della "maestosa legislazione e regolazione costruita nel tempo" [45], e un altro indimenticato grande studioso dei mercati finanziari, anche lui con una penna sempre pungente e ironica, ha scritto che il t.u.f. era una pagina bianca sulla quale si potevano scrivere storie molto diverse, ma non poteva certo cambiare il capitalismo italiano [46]. Quella esperienza ha infatti rappresentato un grande e organico sforzo di riscrittura delle regole che però, i dati lo dimostrano, non ha generato l'auspicato ispessimento dei mercati, tanto che adesso si è sentita l'esigenza di intervenire nuovamente su quell'impianto normativo, un impianto che, il giudizio è ormai ampiamente condiviso, ha costituito un buon abbeveratoio (presidi di trasparenza e *governance*, più intensa tutela degli azionisti di minoranza ecc.) ma i cavalli si sono avvicinati con molta timidezza e

[43] Come già indicavano S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle PMI*, in Consob, *Quaderni Giuridici*, 2018, 49.

[44] M. Ventoruzzo, *La riforma del t.u.f. e del codice civile dopo il D.Lgs. n. 47/2026: istruzioni per un uso non ingenuo*, in *Società*, 2026, 750.

[45] F. Cavazzuti, *Imprese e Borsa: specchio del capitalismo finanziario italiano*, in Id., *Il capitalismo finanziario italiano. Un'araba fenice? Racconti di politica economica*, goWare, 2020, cap. 4.

[46] M. Onado, *La struttura proprietaria dell'impresa: società quotate e imprese medio grandi*, in *Proprietà e controllo dell'impresa: il modello italiano stabilità o contendibilità?*, Giuffrè, 2007, 39.

diffidenza, tanto da non modificare, se non in misura ridotta, il numero delle società quotate, ed anzi qualcuno, come è noto, si è pure allontanato [47].

Occorre quindi chiedersi se la prospettiva "emittente-centrica", sulla quale gli sforzi di riforma si sono finora incentrati, oltre a irrobustirsi con eventuali altre misure, come quelle fiscali alle quali si è appena accennato, non debba essere completata guardando al flusso che alimenta le quotazioni, cioè i bisogni degli investitori: rimanendo nella metafora, non basta offrire "un buon abbeveratoio alle imprese", deve esserci "acqua sufficiente". Il riferimento è alla scarsità degli scambi e al *deficit* di liquidità sui mercati che può incidere sulla appetibilità degli investimenti. L'investitore che deve scommettere su una "quotanda" sicuramente ne valuta tutte le caratteristiche (compresa la *governance*) e i piani di sviluppo industriale, ma "prezza" anche le prospettive di disinvestimento e uscita che mercati azionari deboli non facilitano. Eppure, le risorse da mobilitare ci sarebbero, se si pensa che il risparmio delle famiglie italiane ammonta a oltre 5.000 miliardi di euro, dei quali 2.200 affidati a gestori professionali, con un sistema previdenziale e assicurativo che arriva ad amministrare circa 1.300 miliardi di risparmio a lungo termine [48]. Dati alla luce dei quali sono state avanzate diverse ricette, da una rivitalizzazione dei Piani Individuali di Risparmio (PIR) alla introduzione dello strumento, ripreso dall'esperienza svedese (*Investeringssparkonto*) e rilanciato in sede comunitaria nell'ambito della *Savings and Investments Union*, dell'*investment savings account* [49]. Ma è innegabile che un ruolo da assoluti protagonisti per un motore avviabile in tempi più rapidi lo possono giocare i grandi investitori domestici [50] che finora in questo scenario non hanno mostrato grande protagonismo. Il riferimento è soprattutto ai Fondi pensione che, rispetto ad altri sistemi, mantengono ancora una dimensione ridotta, con politiche di gestione che, pur ispirate a prospettive di medio-lungo termine, non vedono una quota rilevante di investimenti azionari.

I Fondi sono stati oggetto di un recente e ambizioso disegno di riforma, peraltro anche questo in coerenza con le indicazioni della *Savings and Investments Union*, con l'introduzione dell'adesione automatica, per ogni lavoratore, con possibilità di

[47] Si vedano i dati riportati in G.D. Mosco, F. Vella, *Illusioni perdute, passi del gambero e futuro di emittenti e mercati*, in *AGE*, 2024, 15.

[48] Cfr. L. Giannotta, *Nuove iniziative per il finanziamento delle PMI attraverso il mercato dei capitali*, in Osservatorio Consob – Cetif – Università Cattolica, *Rapporto PMI e mercato dei capitali*, cit., 61.

[49] Un *investment savings account* è un deposito che documenta la titolarità di strumenti finanziari e che è soggetto a un regime di tassazione diverso da quello che sarebbe applicabile in via ordinaria ai singoli strumenti finanziari detenuti dall'investitore. In Svezia, nel 2023, circa 4 milioni di persone ne erano titolari e il controvalore di quanto depositato era intorno ai 1.700 miliardi di corone svedesi, mentre quando fu introdotto, poco più di dieci anni fa, il numero dei depositanti era inferiore a 500 mila e il controvalore non superava i 200 miliardi di corone svedesi. Per maggiori approfondimenti cfr. A. Guccione, F. Vella, *Il futuro del mercato unico dei capitali*, cit., 413 ss.

[50] E si ricorda ancora la bassa percentuale di investitori domestici sui nostri mercati rispetto a quelli esteri.

opting out; un passaggio molto importante ispirato ai principi tipici della *behavioral regulation* [51], seguendo i noti dettami del *nudge* [52], secondo una pratica già diffusa in molti paesi. Una riforma che dovrebbe rappresentare una forte accelerazione nello sviluppo della previdenza complementare, e sulla quale, per tutti i necessari approfondimenti, devo rinviare ad altra sede [53]; ma è importante sottolineare che l'*automatic enrollment* (sempre con possibilità di *opting out*) si applica anche alle linee di investimento secondo la metrica del *life-cycle*, e cioè una articolazione su una varietà di profili di rischio e rendimento, fondati sull'orizzonte temporale e sull'età anagrafica degli aderenti; si segue, quindi, una più intensa esposizione al rischio azionario nella fase iniziale, con un graduale spostamento verso investimenti più conservativi con il progredire dell'età. Un contesto che potrebbe essere favorevole all'introduzione di una disciplina che, guardando proprio all'auspicato incremento delle masse raccolte, orienti i Fondi verso una più intensa canalizzazione di una parte delle risorse verso il mercato azionario con particolare riferimento alle PMI [54]. E analoghi criteri potrebbero essere seguiti per altri investitori nel comparto assicurativo.

In sostanza, l'obiettivo finale dovrebbe essere quello di sostenere l'accesso ai mercati secondo la classica logica *mission-oriented*, cioè attraverso visioni unitarie, orizzontali e di lungo periodo, che non procedano a compartimenti stagni, ma coordinino gli interventi su tutta la filiera e la rete funzionali all'accompagnamento delle imprese verso la (e la permanenza nella) quotazione [55]. D'altronde, è stato lo stesso legislatore a collocare le modifiche al t.u.f. in una sorta di cantiere aperto [56], tanto da aver costituito una Cabina di Regia "per il coordinamento strategico e la definizione di politiche e direttive in materia di valorizzazione e sviluppo del mercato dei capitali" [57], un cantiere dove un più ambizioso e sistematico percorso di riforma potrebbe trovare la sua sede naturale, in una prospettiva di politica industriale utile non solo al mercato dei capitali, ma all'intero sistema produttivo.

---

[51] Cfr. F. Vella, *Diritto ed economia comportamentale*, il Mulino, 2023, 99.

[52] R. Thaler, C. Sunstein, *Nudge. La spinta gentile. L'edizione definitiva*, Feltrinelli, 2024.

[53] F. Vella, *Investitori istituzionali per il futuro: pensioni, finanze, disuguaglianze*, in *Riv. soc.*, 2026.

[54] D'altronde, già in passato, si sono ampliati i limiti delle diverse categorie di investimenti, agevolando fiscalmente quelli con più lungo orizzonte temporale, ed estendendo successivamente nel corso degli anni il regime fiscale di favore a investimenti ritenuti particolarmente rilevanti per canalizzare le risorse previdenziali su quelli in *start-up* e *venture capital*; per un rapido quadro di questi interventi cfr. G. Rocco, *Investimenti qualificati e Fondi Pensione*, in *Dir. prat. lav.*, 2025, 2393 ss.

[55] Anche qui devo rinviare a F. Vella, *Crescere su mercati e piattaforme*, cit., 263.

[56] Cfr. M. Lamandini, J. Finco, *Lista del consiglio:* quo vadis*?*, in *Società*, 2026, 834, che in questa prospettiva avanzano proposte di revisione della disciplina della lista del consiglio di amministrazione.

[57] Decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze, 24 ottobre 2025, che ha istituito un Comitato Tecnico Scientifico per coadiuvare la Cabina di Regia.

Il regime degli emittenti di nuova quotazione tra autonomia statutaria e sperimentazione regolatoria

The regime for newly listed issuers: between private autonomy and regulatory experimentation

Andrea Zoppini*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-14

ABSTRACT

Il contributo riprende i contenuti della relazione presentata nell'ambito del seminario "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del t.u.f.: un laboratorio per la* governance *societaria?*", tenutosi in data 17 giugno 2026 presso la Sapienza Università di Roma. L'analisi mette in luce la funzione non soltanto incentivante, ma anche sperimentale del nuovo regime, che riflette l'autonomia statutaria in materia di *governance* e consente alle società che accedono al mercato di adottare soluzioni più flessibili, pur nel mantenimento dei presidi inderogabili a tutela degli investitori e delle minoranze. Il nuovo assetto viene esaminato alla luce della crescente concorrenza tra ordinamenti, della mobilità delle società nell'Unione europea e della trasformazione dell'impresa contemporanea. Particolare attenzione è dedicata alle modalità di elezione degli amministratori, al superamento dell'obbligatorietà del voto di lista e alla rappresentanza delle minoranze. La disciplina degli emittenti di nuova quotazione emerge così come un possibile laboratorio regolatorio, nel quale il mercato è chiamato a contribuire alla valutazione di possibili combinazioni di tutela, flessibilità e autonomia privata.

*The contribution revisits the contents of the presentation delivered at the seminar "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del t.u.f.: un laboratorio per la *governance* societaria?*", held at Sapienza University of Rome on 17 June 2026. The analysis highlights both*

* Professore ordinario di diritto civile, Università degli Studi di Roma Tre; e-mail: andrea.zoppini@uniromatre.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*" promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

the incentive-enhancing and experimental functions of the new regime, which gives greater scope to freedom to statutory autonomy in matters of corporate governance and allows companies entering the market to adopt more flexible arrangements, while preserving mandatory safeguards for the protection of investors and minority shareholders. The new framework is examined against the backdrop of increasing regulatory competition, corporate mobility within the European Union, and the transformation of the modern corporation. Particular attention is devoted to the procedures for the election of directors, the removal of mandatory slate voting system, and minority representation. The regime applicable to newly listed issuers thus emerges as a potential regulatory laboratory in which market practice may contribute to assessing different combinations of protection, flexibility, and private autonomy.

SOMMARIO:

1. Introduzione: quotazione, regolazione e sperimentazione. – 2. Differenziazione degli emittenti e concorrenza regolatoria tra ordinamenti. – 3. Trasformazione dell'impresa e flessibilità della *governance*. – 4. Voto di lista e tecniche di elezione degli amministratori. – 5. Rappresentanza delle minoranze e autonomia statutaria. – 6. Le "neoquotate" come laboratorio regolatorio.

1. *Introduzione: quotazione, regolazione e sperimentazione*

Nell'accostarsi alla disciplina degli emittenti di nuova quotazione introdotta dal d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, è opportuna una preliminare cautela metodologica. Chi abbia partecipato ai lavori preparatori di una riforma dovrebbe forse ricordare l'ammonimento, riconducibile all'insegnamento di Carlo Angelici, secondo cui chi ha contribuito alla scrittura delle norme non è necessariamente il loro migliore interprete. Le considerazioni che seguono non pretendono, pertanto, di restituire una interpretazione autentica delle nuove disposizioni, ma intendono proporne alcune possibili chiavi di lettura, muovendo dalle finalità che hanno caratterizzato l'intervento legislativo.

Il primo interrogativo è, in fondo, abbastanza semplice: è sufficiente modificare alcune norme del diritto societario e del mercato finanziario per incentivare le quotazioni e convincere gli imprenditori che il mercato dei capitali rappresenti una risposta adeguata alle esigenze di capitalizzazione delle imprese? Una risposta senz'altro positiva sarebbe alquanto ingenua. La propensione delle imprese a ricorrere al mercato azionario dipende da una pluralità di fattori, molti dei quali sono estranei alla disciplina societaria. Rilevano il contesto macroeconomico, il costo e la disponibilità delle diverse fonti di finanziamento, la profondità dei mercati e l'evoluzione dell'industria del *private capital*. Non può essere trascurato, ad esempio, che il prolungato periodo di bassi tassi di interesse ha favorito in modo significativo il ricorso a fonti di finanziamento private, contribuendo a modificare il tradizionale rapporto tra *public* e *private markets*. La più generale tendenza alla *de-*

equitization conferma la natura globale del fenomeno. In questa prospettiva, è particolarmente significativo osservare come, sempre più frequentemente, tra i principali acquirenti delle azioni di una società quotata figuri la società stessa, attraverso le operazioni di *share buy-back*. Il fenomeno suggerisce che la crisi della quotazione non possa essere spiegata esclusivamente attraverso le peculiarità del diritto italiano. Al tempo stesso, esso non esclude che la regolazione possa contribuire a rendere più o meno "appetibile" lo *status* di società quotata. La quotazione, infatti, ha un costo. Nel tempo, gli obblighi informativi, organizzativi e procedurali gravanti sugli emittenti quotati si sono progressivamente accresciuti e con essi sono aumentati i costi di *compliance*. La regolazione non determina da sola la scelta di accedere al mercato, ma concorre certamente alla formazione del relativo costo.

La prima considerazione, dunque, è che nessuna riforma normativa può, se isolatamente considerata, invertire le tendenze dei mercati finanziari. La seconda, tuttavia, è che le regole contano e contano, soprattutto, quando finiscono per differenziare in misura significativa il costo della quotazione e le possibilità di organizzazione dell'impresa nei diversi ordinamenti.

L'esperienza di ogni stagione di riforma mostra quanto sia difficile, nel nostro ordinamento, procedere a una effettiva liberalizzazione. Al di là delle facili dichiarazioni di adesione all'autonomia privata, eliminare regole esistenti o alleggerire un regime di tutela incontra normalmente forti resistenze. È proprio sotto tale profilo che assume significato la scelta del legislatore di costruire un regime particolare per gli emittenti di nuova quotazione fondato sulla valorizzazione dell'autonomia statutaria. La riforma distingue, infatti, la posizione delle società già quotate da quella delle società che accedono al mercato, consentendo a queste ultime di optare, tramite lo statuto, per un insieme di soluzioni maggiormente flessibili in materia di elezione degli organi sociali, *quorum* assembleari, diritto di recesso e operazioni con parti correlate. Nel dibattito che ha accompagnato la riforma, è stata prospettata la possibilità di configurare questo assetto come un regime di ingresso, destinato a operare solo per un numero limitato di anni e a cessare successivamente per effetto di una *sunset clause*, con conseguente applicazione alla società del regime ordinario degli emittenti quotati. Una soluzione di questo tipo non è apparsa, tuttavia, coerente con la logica della riforma. Occorreva, infatti, scegliere tra due diverse impostazioni. Se si ritiene che il *quorum* dei due terzi del capitale rappresentato nell'assemblea straordinaria, il diritto di recesso nella configurazione tradizionale o il voto di lista obbligatorio costituiscano necessariamente le modalità ottimali di tutela degli investitori, non vi sarebbe una ragione convincente per disapplicarle, neppure temporaneamente. Se, invece, si riconosce che alcuni di questi istituti costituiscono soluzioni caratteristiche del nostro ordinamento, senza un equivalente sostanziale nella maggior parte degli ordinamenti concorrenti, allora è ragionevole sottoporle a verifica. La peculiarità della riforma consiste nel fatto che tale verifica non avviene tramite una immediata abrogazione generalizzata. Il

legislatore, piuttosto, consente al mercato di sperimentare e valutare configurazioni differenti della *governance*. In questa prospettiva, il nuovo regime dovrebbe essere letto non solo e non tanto come una disciplina di favore destinata alle società che intendono quotarsi; esso mira a costituire un esperimento regolatorio: consente agli emittenti di offrire al mercato diverse combinazioni di regole e agli investitori di esprimere una valutazione sulle stesse attraverso il prezzo e le proprie decisioni di investimento. È il passaggio da una tutela necessariamente uniforme, definita *ex ante* dal legislatore, a una tutela che lascia maggiore spazio alla *disclosure*, alla scelta informata e alla disciplina del mercato. Ciò non equivale, naturalmente, ad abbandonare le minoranze "alle forze" del controllo. Il regime conserva, infatti, tutele inderogabili nelle situazioni nelle quali è più elevato il rischio di estrazione di benefici privati o di eccessiva concentrazione del potere. La flessibilità, quindi, è selettiva e condizionata, non assoluta.

2. *Differenziazione degli emittenti e concorrenza regolatoria tra ordinamenti*

Nel dibattito pubblico è stata altresì prospettata una possibile criticità, sotto il profilo della legittimità costituzionale, della differenziazione tra emittenti di nuova quotazione e società già quotate. Anche su questo punto, è opportuno evitare automatismi. Il nostro ordinamento già conosce precedenti nei quali il legislatore ha differenziato il regime delle società in ragione della "fase" di accesso al mercato: è quanto fatto nel 2014 con riferimento alle azioni a voto plurimo emesse prima della quotazione. La scelta di attribuire un rilievo particolare alla fase del collocamento, pertanto, non è estranea al sistema. La stessa logica viene oggi sviluppata su scala più ampia. Ai soci e agli investitori è consentito conoscere il regime di *governance* con il quale la società accederà al mercato e incorporarne gli effetti nella propria decisione di investimento. Peraltro, e senza affrontare in questa sede in termini esaustivi la questione costituzionale, a me pare che il problema non possa essere impostato come se si trattasse di attribuire differenti livelli di dignità o tutela a categorie di persone fisiche. La società è una struttura organizzativa creata e disciplinata dall'ordinamento e il legislatore può ragionevolmente differenziarne lo statuto in funzione delle caratteristiche dell'impresa e del mercato, purché la distinzione non risulti arbitraria. Vi è, poi, un altro elemento, proprio delle società quotate. Oggetto della disciplina è, in ultima analisi, una decisione di investimento. L'investitore al quale non appaia adeguato un determinato assetto di governo societario dispone, in un mercato sufficientemente liquido, della possibilità di non acquistare il titolo o di disinvestire. La protezione dell'investitore non viene meno, ma muta, almeno in parte, la tecnica attraverso la quale viene assicurata, passando dalla imposizione uniforme di determinate soluzioni organizzative alla combinazione tra informazione, prezzo e possibilità di uscita.

Un altro profilo aiuta a comprendere le scelte della riforma. Per molti anni il diritto italiano delle società quotate ha ragionato secondo quella che si definisce la "sindrome della riserva indiana": l'idea, cioè, che sia possibile dettare regole a una platea stabile di emittenti destinati comunque a rimanere soggetti all'ordinamento nazionale. Questa premessa non è più realistica. La mobilità delle società all'interno dell'Unione europea e la libertà di stabilimento consentono agli operatori di scegliere tra ordinamenti differenti. L'esperienza italiana offre numerosi esempi di gruppi societari che hanno trasferito la quotazione o la sede sociale all'estero, spesso mantenendo in Italia la propria attività industriale o la residenza fiscale. Il fenomeno non può essere ricondotto al tema della fiscalità (o, comunque, solo a quello). La maggiore flessibilità del diritto societario e la reputazione *business friendly* di certi ordinamenti costituiscono autonomi fattori di attrazione. Si determina così una vera e propria concorrenza regolatoria. Il diritto societario non disciplina più un insieme di soggetti "immobili", ma concorre, unitamente ad altri fattori, alla scelta del luogo nel quale stabilire la società e/o accedere al mercato. Questa dimensione assume ancora maggiore importanza se collocata nel progetto europeo di costruzione di un mercato dei capitali realmente integrato. Il "Rapporto Letta" e il "Rapporto Draghi" hanno evidenziato, da prospettive diverse, il costo della frammentazione dei mercati europei. Se l'Unione europea dispone, in termini aggregati, di dimensioni economiche comparabili a quelle delle maggiori economie mondiali, la persistente segmentazione nazionale dei mercati impedisce di sfruttare pienamente i vantaggi derivanti da tale scala. In uno spazio europeo maggiormente integrato non è irrealistico immaginare che anche la scelta dell'ordinamento societario assuma, entro certi limiti, caratteristiche simili alla competizione tra ordinamenti sperimentata negli Stati Uniti. La possibilità di *forum shopping* rende, allora, inevitabile interrogarsi non soltanto su quale sia in astratto la disciplina più protettiva, ma anche su quale combinazione di protezione, flessibilità e prevedibilità renda un ordinamento competitivo nel mercato europeo delle regole.

3. *Trasformazione dell'impresa e flessibilità della* governance

La disciplina delle "neoquotate" deve essere letta anche alla luce di un mutamento più profondo, dato dalla trasformazione del sistema capitalistico e delle caratteristiche dell'impresa contemporanea. Una parte significativa delle regole tradizionalmente applicabili alle società quotate è stata costruita avendo come riferimento un capitalismo maturo, caratterizzato da imprese ad alta intensità di capitale fisico, attività relativamente stabili e prospettive di crescita contenute. In quel contesto, uno dei problemi centrali della *corporate governance* consiste nell'impedire che chi esercita il controllo trasferisca a proprio favore una parte del valore dell'impresa: la disciplina mira quindi, in larga misura, a prevenire fenomeni di *tunneling* e altre forme di estrazione dei benefici privati attraverso controlli procedurali e

poteri attribuiti alle minoranze. L'impresa che caratterizza il capitalismo dell'informazione pone esigenze in parte differenti. Il valore si concentra sempre più in *asset* immateriali e la produzione si sviluppa attraverso reti, esternalizzazioni e catene del valore globali. In questo modello, la capacità di agire tempestivamente, assumere rischi e modificare la propria organizzazione costituisce una componente fondamentale della creazione di valore. Non ne consegue che i problemi di opportunismo siano scomparsi; significa, piuttosto, che una disciplina costruita esclusivamente per limitarli può produrre nuovi costi. Regole che moltiplicano i passaggi procedurali attribuiscono diritti di veto o rendono particolarmente onerose le operazioni di riorganizzazione possono rallentare i processi decisionali proprio quando la capacità di reagire rapidamente costituisce un requisito competitivo essenziale. È in questo senso che istituti come il diritto di recesso, i *quorum* rafforzati per le modificazioni statutarie o le procedure in materia di operazioni con parti correlate devono essere sottoposti a una nuova valutazione funzionale. Non si tratta di negarne la funzione protettiva, ma di verificare se il livello e le modalità della protezione siano ancora coerenti con le caratteristiche delle imprese alle quali vengono applicati. Le economie contemporanee sono sempre più caratterizzate da imprese orientate alla crescita, che devono effettuare operazioni di *scale-up* in tempi estremamente rapidi. Ne deriva una domanda di diritto societario sufficientemente flessibile da consentire adattamenti organizzativi tempestivi. Anche da questo punto di vista, la disciplina degli emittenti di nuova quotazione appare meno come una raccolta occasionale di deroghe e più come il tentativo di adeguare gli strumenti della *corporate governance* alla trasformazione dell'impresa. La tutela delle minoranze non viene necessariamente ridotta, ma ridisegnata attraverso una diversa combinazione di autonomia privata, *disclosure* e responsabilità degli amministratori.

4. *Voto di lista e tecniche di elezione degli amministratori*

Un esempio particolarmente significativo è offerto dalla possibilità di superare, per gli emittenti di nuova quotazione, l'obbligatorietà del voto di lista. Il punto richiede una precisazione. Non si tratta di contestare in sé il voto di lista, istituto che ha avuto una funzione importante nell'esperienza italiana e, in particolare, nell'ambito delle privatizzazioni e delle società a partecipazione pubblica. È inoltre prevedibile che, proprio in tali contesti, esso continui a svolgere una funzione significativa. Tuttavia, occorre chiedersi se il voto di lista debba necessariamente costituire l'unica tecnica di elezione degli amministratori di tutte le società quotate. L'esperienza comparata mostra che in numerosi ordinamenti il voto sui componenti del consiglio avviene individualmente, amministratore per amministratore. Il regime delle "neoquotate" consente ora di sperimentare anche in Italia tecniche differenti, rimettendo allo statuto la definizione delle modalità di elezione, ferma l'applicazione di alcuni presidi inderogabili. Da questo punto di vista possono essere

lette anche alcune esperienze recenti relative alla disciplina della lista presentata dal consiglio di amministrazione uscente. In occasione dei rinnovi degli organi sociali di Banco BPM e Banca Monte dei Paschi di Siena si sono per la prima volta prodotti, sia pure all'interno di una disciplina particolare, effetti riconducibili alla votazione individuale dei candidati. Nel primo caso, si è giunti effettivamente alla votazione; nel secondo, pur non essendosi concretamente svolta la votazione individuale poiché la lista del consiglio uscente non è risultata la più votata, le indicazioni dei *proxy advisors* hanno comunque consentito al mercato di formare valutazioni differenziate sui singoli candidati. È davvero un risultato da considerare negativamente? La votazione individuale consente ai *proxy advisors* e agli investitori istituzionali di segnalare, ad esempio, questioni relative all'indipendenza sostanziale di un amministratore rimasto a lungo in carica o all'opportunità della presenza in consiglio di un dirigente apicale di un azionista rilevante. Il voto sul singolo candidato può, così, ridurre l'asimmetria informativa e rendere più consapevole la scelta degli investitori. Vi è, poi, un profilo ulteriore che concerne la posizione dell'amministratore una volta eletto. Un amministratore che abbia ricevuto direttamente il voto del mercato può percepire con maggiore nettezza che la propria legittimazione deriva dall'insieme degli azionisti che lo hanno scelto e non solo dal soggetto che ne ha proposto la candidatura. La votazione individuale può, in altri termini, rafforzare l'autonomia dell'amministratore rispetto al proponente e, con essa, il senso della responsabilità personale connessa alla funzione. Da questo angolo visuale, la disciplina delle "neoquotate" offre un terreno ideale di sperimentazione. Non afferma che il voto individuale sia necessariamente migliore del voto di lista, ma consente al mercato di confrontare le due soluzioni.

5. *Rappresentanza delle minoranze e autonomia statutaria*

L'apertura a modalità differenti di elezione del consiglio di amministrazione non implica, peraltro, che l'esperienza dell'amministratore di minoranza debba essere abbandonata. Anche su questo punto il testo definitivo della riforma offre una indicazione significativa. La disciplina conserva la rappresentanza obbligatoria della minoranza in determinate situazioni nelle quali la struttura del capitale o la configurazione della *governance* rendono maggiormente avvertita l'esigenza di un presidio interno: è il caso, in particolare, delle società che utilizzano meccanismi di rafforzamento del voto, delle società sottoposte a controllo pubblico o degli emittenti nei quali non sia indipendente la maggioranza dei componenti dell'organo amministrativo.

La questione consente una considerazione di carattere storico. L'ampliamento della presenza degli amministratori di minoranza seguito ai correttivi della legge sul risparmio maturò in un contesto economico e proprietario molto specifico. Era la fase nella quale si stavano progressivamente disgregando le grandi coalizioni

proprietarie, le banche avevano convertito una parte significativa del credito in partecipazioni sociali e alcuni soci finanziari desideravano esercitare una funzione di monitoraggio senza entrare stabilmente in patti parasociali o nelle liste riconducibili all'azionista di controllo. La traiettoria successiva dell'istituto è stata, tuttavia, almeno in parte, differente da quella inizialmente immaginata. Peraltro, la qualifica di socio di minoranza non coincide necessariamente con quella di investitore istituzionale privo di interessi industriali confliggenti: partecipazioni di minoranza possono essere acquistate anche da imprenditori concorrenti o da soggetti portatori di interessi strategici specifici. Da questa prospettiva, è interessante la possibilità, introdotta dalla riforma, di caratterizzare in modo più preciso, per via statutaria, la rappresentanza delle minoranze e collegarla, ove opportuno, alle candidature espresse dagli investitori istituzionali. Questa possibilità – prevista in sede di testo definitivo, sulla scorta delle osservazioni emerse nella fase parlamentare – può risultare particolarmente significativa proprio per le società che accedono al mercato, nelle quali la presenza di amministratori nominati da soci di minoranza viene talvolta percepita dall'imprenditore come un elemento di possibile interferenza nella gestione. Una definizione più precisa della funzione dell'amministratore di minoranza può contribuire a ridurre tale diffidenza, salvaguardando al tempo stesso un presidio che l'esperienza italiana ha dimostrato, soprattutto nelle società a controllo pubblico, capace di produrre risultati positivi.

6. *Le "neoquotate" come laboratorio regolatorio*

E forse quest'ultimo punto a consentire di cogliere il significato generale della disciplina. Il legislatore avrebbe potuto modificare immediatamente per tutte le società quotate le regole sui *quorum* dell'assemblea straordinaria, sul recesso, sulle operazioni con parti correlate o sull'elezione degli amministratori. Una revisione generalizzata avrebbe, tuttavia, inciso su assetti proprietari e istituzionali già formati e avrebbe inevitabilmente messo in discussione equilibri consolidati, in particolare nelle società di maggiori dimensioni e nelle grandi istituzioni finanziarie. La soluzione prescelta è differente. La riforma procede, per così dire, *bottom-up*. Il nuovo regime è anzitutto affidato agli emittenti che accedono al mercato, per i quali gli investitori possono valutare le scelte statutarie prima di acquistare i titoli. Una possibilità di accesso è riconosciuta, entro limiti e condizioni più prudenti, anche alle PMI, che costituiscono una componente assai significativa del listino. Si crea così uno spazio nel quale possono essere osservati concretamente gli effetti delle nuove soluzioni. Se il mercato considererà negativamente una *governance* eccessivamente flessibile, la penalizzerà in termini di prezzo e capacità di raccolta. Se, al contrario, determinate deroghe non produrranno gli effetti pregiudizievoli paventati e continueranno a rendere più efficienti le decisioni societarie, l'esperienza potrà offrire indicazioni utili anche per una futura revisione della disciplina generale.

Il carattere sperimentale del regime spiega allora perché sarebbe contraddittorio immaginarne una cessazione automatica dopo pochi anni. Lo scopo non è quello di consentire alle società una parentesi di minori tutele durante la fase successiva al collocamento iniziale, per poi ricondurle inevitabilmente al modello tradizionale. L'obiettivo è mettere alla prova quel modello. Sotto questo profilo, il dato forse più interessante della riforma non risiede in nessuna delle singole facoltà attribuite agli emittenti; risiede nel metodo, che accetta che il mercato possa concorrere alla selezione delle regole, all'interno di un perimetro nel quale restano ferme le garanzie ritenute essenziali. Questa scelta riconosce – come si è detto – la concorrenza tra ordinamenti, la trasformazione dell'impresa contemporanea e la necessità di evitare che istituti peculiari, nati in contesti differenti, divengano, per il solo fatto della loro sedimentazione storica, elementi inderogabili dello statuto della società quotata italiana.

Osservazioni sugli interventi della prima sessione di lavoro

Remarks on the contributions to the first working session

Giovanni Strampelli*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-15

ABSTRACT

Chiudendo la sessione dedicata agli emittenti di nuova quotazione, il contributo ripercorre i profili affrontati dalle relazioni: la lettura unitaria delle norme sugli emittenti e di quelle sulla gestione collettiva del risparmio, le condizioni della domanda, l'autonomia statutaria e i contrappesi a tutela delle minoranze, il procedimento di nomina degli amministratori e l'alternativa tra stabilità e temporaneità delle semplificazioni.

Closing the session devoted to newly listed issuers, this contribution revisits the issues addressed by the speakers: a unitary reading of the rules on issuers and of those on collective asset management, the conditions of demand, charter autonomy and the safeguards for minority shareholders, the procedure for appointing directors, and the alternative between permanent and temporary simplifications.

1. Nel chiudere i lavori di questa sessione desidero, anzitutto, unirmi ai ringraziamenti alla Sapienza Università di Roma per l'ospitalità, a Giuliana Scognamiglio e Marco Maugeri, con i quali abbiamo condiviso l'organizzazione di questo incontro nonché a tutti i relatori.

Tirando le fila delle relazioni che abbiamo ascoltato in questa prima sessione, vorrei tornare brevemente sulle ragioni per le quali, tra le molte novità introdotte

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università commerciale Luigi Bocconi; e-mail: giovanni.strampelli@unibocconi.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato "Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?" promosso dalla Rivista e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

dalla riforma del testo unico della finanza, la scelta è caduta sulla disciplina degli emittenti di nuova quotazione. Da un lato, si tratta del profilo che, sul piano sistematico, solleva interrogativi di particolare rilievo, poiché incide su istituti centrali del diritto delle società quotate: dalla nomina degli organi sociali al recesso, dalle modifiche statutarie alle operazioni con parti correlate. Dall'altro, e soprattutto, si tratta di una disciplina che potrebbe (il condizionale è d'obbligo) operare come laboratorio per il governo societario non soltanto delle società di nuova quotazione, ma dell'intera categoria degli emittenti quotati; e ciò non in via meramente prospettica, poiché la disciplina, denominata delle "neo-quotate" in quanto concepita per le società che accedono per la prima volta al mercato regolamentato, è già ora applicabile, con specifiche salvaguardie, a tutte le Pmi quotate, che rappresentano circa l'80 per cento degli emittenti quotati italiani. L'impatto potenziale non è, dunque, circoscritto alle future quotazioni, ma investe sin d'ora la maggioranza delle società già ammesse alla negoziazione: una circostanza, più volte emersa nel corso della discussione, che impone di misurare la portata sistematica dell'intervento su un perimetro ben più ampio di quello suggerito dalla sua denominazione.

Le relazioni che si sono succedute in questa sessione hanno confermato la fondatezza di entrambe le ragioni e, al tempo stesso, hanno circoscritto con maggiore precisione i termini del problema, mostrando che la nuova disciplina non è valutabile né isolatamente rispetto alle altre componenti della riforma, né indipendentemente dal contesto di mercato nel quale è destinata a operare.

2. Il dato dal quale conviene muovere – e che tutte le relazioni hanno assunto, pur con accenti diversi, come premessa – non è soltanto quello della capitalizzazione complessiva delle società quotate, ma il numero di queste ultime tra le imprese di dimensioni significative. Secondo una recente analisi su scala globale, tra le società con capitalizzazione superiore a 100 milioni di dollari quelle non quotate rappresentano attualmente il 92 per cento, contro l'8 per cento delle quotate [1]. Una quota molto elevata di imprese di dimensioni rilevanti rimane esterna al mercato borsistico [2]. Le ragioni del fenomeno sono molteplici e vanno ricondotte principalmente all'esistenza di canali alternativi di finanziamento anche nei mercati privati, l'importanza dei quali è in continua crescita, e alla minore attrattività della quotazione, i cui costi sono spesso considerati superiori ai relativi benefici [3].

---

[1] BlackRock, *A roadmap to growing European Capital Markets. A viewpoint*, settembre 2025, 21, reperibile in *blackrock.com*.

[2] Commissione europea, *Commission Staff Working Document, Impact Assessment Report Accompanying the Proposals for a Listing Act*, SWD(2022) 762 final, par. 1.3; AFME, *Equity Primary Markets and Trading Report. European Market Data Update. Q4/2024*.

[3] Si v., *ex multis*, E. De Fontenay, G. Rauterberg, *The New Public/Private Equilibrium and the Regulation of Public Companies*, in *Columbia Business Law Review*, 2021, 1199 ss.; M. Ewens, J. Farre-Mensa, *The Deregulation of the Private Equity Markets and the Decline in IPOs*, in *Review of*

La relazione di Andrea Perrone ha illustrato tali linee di tendenza con riferimento al contesto nazionale: tra il 2023 e la prima metà del 2025 l'*Euronext Milan* ha registrato cinque ammissioni, per un valore complessivo di 1,5 miliardi di euro, a fronte di trentasei revoche per un controvalore di 41,3 miliardi; l'*Euronext Growth Milan* ha registrato un numero maggiore di ammissioni (cinquantasette), ma per un controvalore di 0,5 miliardi, a fronte di cinquanta revoche per 2,7 miliardi. Il saldo del periodo è negativo per circa 42 miliardi di capitalizzazione, mentre nel medesimo arco temporale si contano 618 operazioni di *private equity* sulle piccole e medie imprese per un controvalore di circa 17,3 miliardi. I potenziali vantaggi del *private equity* – minori costi diretti di ammissione e di permanenza, minori costi di *compliance*, economie di scopo, orizzonte temporale meno esposto alle pressioni di breve periodo e, nelle imprese ad alta intensità di beni immateriali, preservazione del capitale organizzativo [4] – spiega perché un intervento che operi sul solo lato dell'offerta di titoli rischierebbe di non essere risolutivo.

3. Da tali premesse deriva un'indicazione di metodo in merito alla quale la sessione ha registrato ampia convergenza: la disciplina introdotta nel t.u.f. deve essere letta in modo unitario. Sarebbe riduttivo esaminare separatamente la parte relativa agli emittenti e alla *governance* e quella concernente la gestione collettiva del risparmio, poiché le due componenti sono strettamente collegate. Le innovazioni introdotte in materia di gestione collettiva – quali la società di partenariato e la figura del gestore sottosoglia – mirano a favorire il finanziamento delle società non quotate mediante canali alternativi, segnatamente *venture capital* e *private equity*. Il rafforzamento di tali canali, se non accompagnato da norme dirette ad agevolare l'accesso al mercato, potrebbe determinare uno squilibrio sistematico, incentivando la permanenza delle imprese al di fuori del mercato borsistico. In direzione convergente, benché al di fuori del testo unico, si colloca la riforma dei fondi pensione, richiamata da Stefano Cappiello e Francesco Vella, introdotta dalla legge di bilancio 2026, la cui portata è ancora poco indagata.

Stefano Cappiello ha collocato questa esigenza di lettura unitaria in una prospettiva più ampia, descrivendo l'intervento di riforma del t.u.f. come un segmento di una strategia avviata circa un decennio fa e volta a sviluppare un più articolato ecosistema funzionale allo sviluppo delle imprese italiane: banche, *venture capital* e *private equity*, investitori istituzionali, fondi pensione e mercati regolamentati e non regolamentati coprono segmenti diversi del ciclo di vita dell'impresa e devono operare come un *continuum*, come un *funding escalator* capace di accompagnare

Financial Studies, 2020, 5463 ss.; A. Gözlügöl, J. Greth, T.H. Tröger, *The Regulatory Consequences of the Oscillating Domains of Public and Private Markets*, ECGI Working Paper n. 689/2023.

[4] Si v. M. Ewens, J. Farre-Mensa, *The Deregulation of the Private Equity Markets*, cit., 34-36; A. Gözlügöl, J. Greth, T.H. Tröger, *The Regulatory Consequences*, cit., 36-37.

l'impresa nelle successive fasi di crescita. Da tale impostazione discende un corollario che merita di essere assunto quale criterio di valutazione della riforma: l'incremento del numero degli emittenti quotati non può costituire, di per sé, l'unico obiettivo dell'intervento né il parametro del suo successo.

Il medesimo aspetto è stato ripreso, da angolature diverse, sia da Andrea Perrone che da Francesco Vella. La riforma agisce prevalentemente sul lato dell'offerta, rendendo meno onerosa per l'imprenditore la scelta del mercato; resta però aperto il problema del lato della domanda, che richiede di intervenire congiuntamente su tre variabili: la quantità di capitale disponibile, le asimmetrie informative – particolarmente acute per le imprese di minori dimensioni – e la liquidità del mercato secondario, dalla quale dipende la possibilità per l'investitore di uscire a condizioni ragionevoli. Vella ha aggiunto a tale elenco le dimensioni ancora contenute dei fondi pensione domestici e la quota marginale dei loro investimenti azionari, osservando che la riforma societaria non può essere isolata dal resto della filiera: regole di governo societario, leva fiscale [5], crescita degli investitori istituzionali e iniziative europee in materia di *Savings and Investments Union* compongono un unico disegno e il difetto di una delle componenti si riflette sulle altre.

Va infine registrata l'ambivalenza segnalata da Perrone: l'intervento contiene insieme norme dirette ad agevolare l'accesso al mercato e norme che rendono meno gravoso il *going private*, riconoscendo al capitale privato un ruolo strutturale. L'ambivalenza non costituisce necessariamente un limite: Perrone ne trae anzi la complementarità dei due mercati, essendo la quotazione una via d'uscita essenziale per gli investimenti in *private equity*. Essa impone, tuttavia, di valutare le singole disposizioni nella loro interazione reciproca e di non attendersi dalla riforma un effetto netto univoco sul numero e sulla composizione degli emittenti quotati.

4. La struttura della disciplina degli emittenti di nuova quotazione si fonda su due elementi: l'autonomia statutaria e il ruolo centrale degli investitori, in particolare istituzionali. Lo statuto può essere modellato dai soci, prima della quotazione ed eventualmente in seguito, in modo potenzialmente non favorevole agli investitori: è infatti possibile eliminare l'amministratore di minoranza, limitare o escludere il diritto di recesso per le cause previste dal co. 1 dell'art. 2437 c.c. e ridurre l'ambito di applicazione della disciplina sulle operazioni con parti correlate [6]. Un simile assetto, meno "aperto" alle minoranze e agli investitori istituzionali, può comportare costi per i soci di maggioranza che lo adottino: qualora le modifiche statutarie siano valutate negativamente, il mercato può riflettere tali scelte nel prezzo e nell'esito dell'offerta e, dopo la quotazione, nell'andamento

[5] Si v., ad es., in Italia, art. 1, co. 89 ss., legge 27 dicembre 2017, n. 205, e S. Alvaro, S. Caselli, D. D'Eramo, *Nuovi strumenti di politica industriale per lo sviluppo e la quotazione delle Pmi*, Quaderni giuridici Consob n. 18/2018.

[6] Artt. 154.2, co. 1, 154.3, co. 4, 154.4 e 154.5 t.u.f.

dei corsi. Nel testo definitivo dell'art. 154.2, co. 2, t.u.f. è stato inoltre previsto un diritto di recesso per le modifiche operate dopo la quotazione – salvo che l'emittente abbia esercitato l'opzione di cui all'art. 154.4, co. 2 – con una soluzione più attenta alla posizione degli investitori rispetto alle versioni precedenti dello schema [7].

Il ruolo degli investitori è, pertanto, centrale e sarebbe, a mio avviso, contraddittorio attribuire, per un verso, agli investitori istituzionali la capacità (viste le loro dimensioni e l'influenza che sono in grado di esercitare, anche sui decisori politici) di condizionare gli assetti dell'economia globale e, per altro verso, negare che essi siano in grado di valutare l'adeguatezza di una determinata configurazione dello statuto rispetto ai propri interessi [8]. Ciò detto, la disciplina prevede, in ogni caso, contrappesi obbligatori là dove l'autonomia statutaria si spinga in direzione eccessivamente sfavorevole per il mercato: in presenza di voto multiplo o maggiorato, nelle società a controllo pubblico o quando lo statuto non preveda una maggioranza di amministratori indipendenti, restano ferme la nomina dell'amministratore di minoranza e la designazione da parte delle minoranze del presidente del collegio sindacale o di un componente del consiglio di sorveglianza.

A questo riguardo la sessione ha offerto due letture complementari. Massimo Menchini ha ricordato che il favore per l'afflusso del risparmio verso l'attività produttiva trova fondamento nell'art. 47, co. 2, Cost., e che la presenza di un socio di controllo non costituisce di per sé un problema: lo diventa quando il sistema di governo societario non assicuri agli altri azionisti strumenti effettivi di rappresentanza, controllo e partecipazione. Di qui l'esigenza – che discende dai doveri fiduciari gravanti sui gestori di attivi – di preservare una rappresentanza credibile e indipendente degli interessi degli investitori negli organi sociali, fermo restando il rilievo decisivo della qualità delle persone designate. Andrea Zoppini ha esaminato il medesimo problema dal versante del procedimento di nomina: il voto individuale sui singoli candidati, ampiamente diffuso negli altri ordinamenti [9], rende più visibile il giudizio del mercato sul singolo consigliere e ne rafforza l'autonomia rispetto al soggetto che ne ha proposto la candidatura. Ciò non implica l'abbandono dell'esperienza dell'amministratore di minoranza, ma la sua ridefinizione funzionale,

[7] Art. 154.2, co. 2, t.u.f.; per la versione iniziale del disegno di legge, Senato della Repubblica, *Atto del governo sottoposto a parere parlamentare n. 331*, 17 ottobre 2025, 53 e 76.

[8] Si v. G. Strampelli, *Institutional Investor Stewardship in Italian Corporate Governance*, in D. Katelouzou, D.W. Puchniak (eds), *Global Shareholder Stewardship*, Cambridge University Press, 2022, 130 ss.; S. Alvaro, M. Maugeri, G. Strampelli, *Investitori istituzionali, governo societario e codici di stewardship*, Quaderni giuridici Consob n. 19/2019.

[9] OECD, *Corporate Governance Factbook 2025*, 6 ottobre 2025, par. 4.4; M. Belcredi, S. Bozzi, C. Di Noia, *Board elections and shareholder activism: The Italian experiment*, in M. Belcredi, G. Ferrarini (eds), *Boards and shareholders in European listed companies*, Cambridge University Press, 2013, 365 ss.

in un contesto di azionariato istituzionale profondamente mutato rispetto a quello nel quale la figura fu originariamente concepita.

Le due prospettive convergono, a mio avviso, su un aspetto di centrale importanza: l'efficacia dei presidi non dipende dalla qualificazione formale dell'amministratore, ma dal procedimento attraverso il quale è selezionato e dalla possibilità per gli investitori di esprimere un giudizio differenziato. La preferenza accordata dalla nuova disciplina agli amministratori indipendenti rispetto agli amministratori di minoranza è, in questa visuale, coerente con gli assetti prevalenti negli ordinamenti nei quali quest'ultima figura è generalmente assente, purché non si traduca in un affievolimento del canale attraverso il quale gli investitori istituzionali concorrono alla composizione dell'organo amministrativo.

5. Una parziale diversità di vedute è emersa in merito alla scelta tra stabilità o temporaneità delle semplificazioni previste dalla disciplina degli emittenti di nuova quotazione. Andrea Zoppini ha illustrato i limiti dell'impostazione che vorrebbe il regime delle neo-quotate confinato in un orizzonte temporale limitato: se si ritiene che talune regole dell'ordinamento nazionale siano inutilmente peculiari e prive di equivalenti negli altri sistemi, è coerente correggerle in modo stabile; se invece le si ritiene preferibili, non vi è ragione di sospenderne l'applicazione per alcuni anni. Nella stessa direzione si colloca il rilievo relativo alla concorrenza tra ordinamenti: il trasferimento all'estero della quotazione o della sede sociale di numerosi gruppi italiani dimostra che la "sindrome della riserva indiana" – l'idea di poter costruire un corpo di regole nazionali molto particolari senza confrontarsi con gli altri sistemi – non è più sostenibile in un contesto di libertà di stabilimento. Né il principio di eguaglianza osta, di per sé, a differenziazioni fondate su un criterio ragionevole di distinzione.

Francesco Vella ha offerto, su base comparata, un argomento di segno in parte diverso. Altri ordinamenti costruiscono i regimi semplificati come strumenti di accompagnamento a termine: negli Stati Uniti il regime agevolato viene meno dopo cinque anni, salva la perdita anticipata dello status per il superamento di determinate soglie quantitative [10]. La peculiarità della soluzione italiana consisterebbe, allora, nella previsione di deroghe a tempo indeterminato, idonee a operare anche ben oltre la fase di accesso al mercato, con il rischio di non generare alcun incentivo alla transizione verso assetti più strutturati: rischio tanto più concreto in un sistema caratterizzato dal peso delle imprese familiari e dai connessi problemi di successione e di professionalizzazione del *management*.

[10] Si v., a livello europeo, la riforma operata dal c.d. *Listing Act* (regolamento (UE) 2024/2809; direttive (UE) 2024/2810 e 2024/2811); nell'esperienza statunitense, il *Jumpstart Our Business Startups Act*, Pub. L. No. 112-106, 5 aprile 2012; nel Regno Unito, Lord Hill, *UK Listing Review*, 3 marzo 2021, e FCA, *Primary Markets Effectiveness Review. Policy Statement PS24/6*, luglio 2024.

La contrapposizione appare, tuttavia, meno radicale se si distinguono due classi di deroghe. Per quelle che rimuovono peculiarità dell'ordinamento nazionale prive di equivalenti comparatistici, l'argomento della stabilità è persuasivo, poiché un regime a termine ne vanificherebbe la funzione, reintroducendo alla scadenza proprio la regola di cui si è riconosciuta l'inefficienza. Per quelle che attenuano presidi diffusi anche negli altri sistemi, e che trovano giustificazione nella fase iniziale di accesso al mercato o nella dimensione dell'emittente, la logica dell'accompagnamento suggerisce invece un meccanismo di revisione collegato al superamento di soglie dimensionali. Il dibattito seguito alle relazioni ha aggiunto un argomento ulteriore, di segno contrario a una temporaneità generalizzata: l'investitore internazionale confronta ordinamenti e sconta negativamente l'incertezza, sicché un regime stabile, ancorché meno protettivo, può risultare più attrattivo di un regime transitorio dall'esito incerto. Il criterio di composizione è, in definitiva, la conoscibilità: la deroga è assorbita nel prezzo soltanto se stabile, trasparente e agevolmente apprezzabile al momento della decisione di investimento.

6. Più relazioni hanno concordato sul fatto che la nuova disciplina non costituisce una soluzione autosufficiente. Il Sottosegretario Freni ha ricordato che la riforma è stata concepita per operare "con" il mercato e non "sopra" il mercato, e che un mercato funziona quando risultano praticabili tanto l'ingresso quanto l'uscita; ha inoltre prospettato un ulteriore intervento correttivo, da calibrare sull'esperienza applicativa e non su posizioni di principio. Il metodo è condivisibile e presuppone, però, un periodo di osservazione sufficientemente ampio. Il medesimo intervento ha posto un problema che eccede il perimetro del testo unico: la competitività del mercato dei capitali dipende anche dalla razionalità del sistema delle responsabilità e delle sanzioni, oggi gravato da sovrapposizioni tra illecito amministrativo e illecito penale e da un grado di incertezza che rende il rischio difficilmente calcolabile *ex ante*. Finché tale profilo rimane irrisolto, l'alleggerimento degli oneri societari incide soltanto su una delle variabili che l'imprenditore considera nel decidere se accedere al mercato.

A ciò si aggiunge il rilievo di Cappiello, che individua nelle variabili di sistema la condizione del successo della riforma e discute la critica secondo cui un'eccessiva varietà degli assetti di governo societario accrescerebbe i costi di transazione, rendendo più difficile il raggiungimento di soluzioni efficienti. Il punto merita di essere sottolineato, perché individua il limite interno del modello dell'autonomia statutaria: quest'ultima produce benefici soltanto se le varianti restano in numero gestibile e reciprocamente comparabili, mentre una proliferazione incontrollata di clausole trasferisce sull'investitore il costo dell'analisi, che si traduce in uno sconto di prezzo. Di qui il ruolo dei formanti – dottrina, professioni, associazioni di categoria, autodisciplina – nella standardizzazione delle clausole e nella formazione di prassi riconoscibili: un ruolo che, nel nuovo assetto, non è meramente ricognitivo ma concorre a determinare l'esito della riforma. Resta inteso, infine, che per rendere più

attrattivo il ricorso al mercato occorrono interventi ulteriori, anche di carattere fiscale, rispetto ai quali un quadro societario più flessibile costituisce presupposto e non sostituto.

7. In conclusione, è significativo notare che la discussione ha riguardato non l'opportunità dell'intervento avente ad oggetto gli emittenti di nuova quotazione, sul quale si è manifestata una sostanziale convergenza, bensì le condizioni della sua efficacia: la dimensione degli investitori istituzionali, la liquidità del mercato secondario, la razionalità del sistema sanzionatorio, la leva fiscale e la capacità dei formanti di contenere la frammentazione degli assetti statutari. La verifica non potrà che essere affidata alla prassi e dovrà avere ad oggetto non tanto il numero delle ammissioni alla negoziazione, quanto la composizione degli assetti statutari in concreto prescelti, la reazione dei prezzi alle opzioni esercitate e il comportamento effettivo degli investitori istituzionali. È su questi dati che si misurerà la capacità della disciplina degli emittenti di nuova quotazione di operare come laboratorio del governo societario delle società quotate. Ringrazio i relatori per l'importante contributo offerto e lascio la parola a Marco Maugeri che coordinerà la sessione successiva.

La riforma del t.u.f. nella prospettiva del sostegno alla competitività del mercato dei capitali italiano

The reform of the Italian consolidated law on finance from the perspective of enhancing the competitiveness of the Italian capital market

Alessandra Balbo*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-16

ABSTRACT

Dopo aver richiamato i limiti strutturali che caratterizzano il mercato nazionale e i vincoli derivanti dal processo di armonizzazione europea, la relazione evidenzia come la riforma abbia perseguito un obiettivo di semplificazione e modernizzazione delle regole societarie, valorizzando il ruolo dell'autonomia statutaria quale fattore di competitività del sistema. In tale prospettiva, la disciplina delle neo-quotate si presenta come uno degli strumenti attraverso cui favorire l'accesso delle imprese al mercato regolamentato, mediante una maggiore flessibilità degli assetti di *governance* e un più intenso dialogo tra società e investitori. Il nuovo regime può contribuire a rafforzarne l'attrattività e a contrastare, almeno in parte, i fenomeni di ridotte nuove quotazioni e di delisting. La valutazione della sua effettiva efficacia resta tuttavia affidata all'esperienza applicativa e alla capacità delle nuove regole di incidere concretamente sulle scelte delle imprese.

After outlining the structural constraints affecting the domestic market and the limitations arising from the European harmonisation process, the paper highlights how the reform has pursued the objectives of simplifying and modernising corporate regulation, while enhancing the role of corporate autonomy as a factor of market competitiveness. From this perspective, the framework for newly listed companies constitutes one of the instruments through which firms' access to regulated markets may be encouraged, by providing greater

* Dirigente Generale presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze, Struttura Tecnica Cabina di Regia per il mercato dei capitali; e-mail: alessandra.balbo1@mef.gov.it. Il contributo riproduce la relazione presentata al Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*" promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

flexibility in governance arrangements and fostering closer engagement between issuers and investors. The new regime may contribute to enhancing the attractiveness of the Italian capital market and, at least in part, to addressing the limited number of new listings and the growing phenomenon of delistings. Its ultimate effectiveness, however, will depend on practical implementation and on the ability of the new rules to exert a concrete influence on corporate decision-making.

Desidero innanzitutto ringraziare per l'invito la professoressa Scognamiglio e l'Università la Sapienza, perché disporre di uno spazio di approfondimento così prestigioso è certamente un'occasione preziosa per analizzare il lavoro portato avanti negli ultimi due anni. L'evento odierno rappresenta altresì un momento importante di confronto e dialogo con l'accademia e gli *stakeholders*, rispetto ad un intervento di riforma di rilevantissima portata, che ha interessato trasversalmente molte delle discipline relative al mercato dei capitali italiano recate dal Testo Unico della Finanza, con un approccio certamente ambizioso e, come nel caso della nuova disciplina sulle neo-quotate che oggi ci occupa, innovativo.

Di fronte ad una riforma di tale portata e così trasversale i giudizi sono spesso non univoci. E anche oggi, dopo aver ascoltato con interesse gli interventi del panel precedente, non sono riuscita a trarre un giudizio di sintesi chiaro dai vari contributi, ovvero se si possa mantenere sulla riforma un cauto ottimismo o un moderato pessimismo.

Spesso, infatti, nel momento in cui si affrontano riforme caratterizzate da una tale organicità e sistematicità, l'impressione è che tutto sia troppo poco coraggioso e troppo timido. Talvolta, dal confronto con l'accademia, gli operatori e tutti gli *stakeholder*, sembra emergere inoltre una difficoltà ad individuare il bandolo della matassa da cui partire, per il timore, forse, che tirando un filo, la matassa si possa disfare tutta.

Tuttavia, per quello che riguarda la disciplina degli emittenti di nuova quotazione oggetto del dibattito odierno, l'intervento del legislatore non può che definirsi coraggioso e innovativo. Benché le norme e i plessi normativi modificati non siano infatti numerosi, la filosofia sottostante l'intervento è certamente innovativa. Il legislatore si è posto la seguente domanda: si possono introdurre dei gradi di flessibilità nella *governance* societaria non penalizzando il mercato? In questo senso si può a ragione parlare di laboratorio per la *governance* societaria. Laboratorio a maggior ragione perché le opzionalità in termini di *governance* societaria non potranno essere adottate da tutte le società, ma solo da quelle di nuova quotazione e dalle piccole e medie imprese già quotate.

In questi ultimi mesi il dibattito in Europa ma anche in Italia si è concentrato soprattutto sulla necessità di semplificare le regole che governano i mercati finanziari e il diritto societario e di renderle più leggibili per gli operatori e per le imprese, nell'idea che la regolamentazione possa in alcuni casi divenire un peso difficilmente

sostenibile. Non sono mancate sollecitazioni che si sono concentrate anche sul ruolo delle Autorità di vigilanza e sulla normativa non solo primaria, ma anche secondaria, ovvero sul coordinamento tra regole comunitarie e domestiche. Tuttavia, anche nell'ambito delle relazioni odierne sono emersi punti di vista differenti, se non antitetici, e proposte anche molto distanti tra di loro: si deve partire dalla domanda; si deve partire dall'offerta; si deve partire da leve diverse, come i fondi pensione, il *private equity*, ecc.; si deve partire dall'educazione finanziaria?

Questo testimonia che non esiste un'unica ricetta per risolvere le fragilità del mercato dei capitali domestico, che rappresenta un ecosistema composito, integrato, rispetto al quale da un punto di vista normativo e regolamentare ogni intervento non può che muoversi negli spazi, talvolta ridottissimi, concessi dalla normativa unionale. Per questa ragione, la portata della riforma deve essere valutata non soltanto con riguardo alle singole soluzioni introdotte, ma anche alla luce dell'effettivo spazio di manovra lasciato agli Stati membri, in un settore ormai caratterizzato da un elevatissimo livello di armonizzazione normativa.

Al riguardo, il lavoro di revisione effettuato sul testo unico della finanza e sul codice civile (per quanto concerne le disposizioni sulle società di capitali) ci ha insegnato molto, sia in termini di merito che di metodo. Abbiamo innanzitutto compreso che avere l'obiettivo di cambiare, in blocco, l'intero sistema è spesso non percorribile e probabilmente anche non auspicabile. Iniziare invece da specifici interventi, partire dai singoli mattoni, consente gradualmente di costruire nuove prospettive. Da questo punto di vista, è evidente che non tutte le modifiche hanno avuto la stessa profondità, ma ciò non significa che l'intervento non abbia avuto una dimensione di revisione organica, o quantomeno trasversale.

Un'altra consapevolezza acquisita con i lavori della riforma, e in particolare con alcuni specifici interventi, è relativa alla necessità di considerare il mercato dei capitali, come un sistema composito, in continuo e sempre più rapido mutamento, in cui le stesse imprese devono, non senza fatica, continuamente evolvere e adattarsi. Si pensi, ad esempio, alle sfide poste dalle nuove tecnologie e dall'intelligenza artificiale, le quali si riflettono, da un punto di vista economico, sui modelli e i processi aziendali delle imprese e, in una prospettiva giuridica, sulle regole di *corporate governance* delle società. Ma si pensi anche alla crescente complessità del contesto geopolitico.

Si tratta di un aspetto su cui la riforma cerca di incidere, non solo tramite il nuovo regime delle neo-quotate, ma anche attraverso vari interventi di valorizzazione dell'autonomia statutaria e di positivizzazione di regole e scelte emerse nella prassi operativa e finora rimesse all'autodisciplina. In questo senso, non dobbiamo dimenticare che le regole servono certamente per proteggere gli investitori, soprattutto quelli al dettaglio, per garantire la stabilità del mercato e il suo corretto funzionamento; ma le regole devono anche rispondere alle sollecitazioni delle imprese, che spesso segnalano una necessità di maggiore chiarezza, semplificazione e flessibilità. Flessibilità necessaria per adattarsi e governare il mutevole contesto

economico, nonché per intercettare le molteplici e variegate caratteristiche delle singole imprese (dimensione, tipo di *business* e grado di innovatività, minore o maggiore concentrazione degli assetti proprietari, ecc.).

A tal proposito, ritengo opportuno evidenziare una necessità di fondo, da un punto di vista di metodo, di qualsiasi riforma del diritto societario. Mi riferisco alla necessità di mantenere un dialogo costante con le imprese, per riuscire ad intercettare nel modificare le regole anche le esigenze delle società che sono sul mercato o che sul mercato vorrebbero affacciarsi. Sono infatti le società che, in ultima analisi, sono chiamate a decidere se e come accedere al mercato dei capitali. Ciò non significa subordinare le scelte regolatorie agli interessi dei destinatari delle norme, ma piuttosto riconoscere che una regolazione efficace richiede una conoscenza adeguata delle concrete modalità di funzionamento delle imprese e delle difficoltà che esse incontrano nel confronto con il mercato. Solo attraverso un confronto continuo con gli operatori è infatti possibile valutare se gli obiettivi di tutela, trasparenza ed efficienza perseguiti dall'ordinamento risultino effettivamente bilanciati con l'esigenza di assicurare regole chiare, proporzionate e coerenti con l'evoluzione dei modelli imprenditoriali.

Talvolta le regole sono percepite dagli operatori come eccessivamente rigide, o poco chiare, prima ancora che eccessivamente costose. Credo che con la riforma si sia tentato uno sforzo importante nell'ottica di semplificazione, alla ricerca di un migliore bilanciamento nella definizione di regole che fossero, realmente, per il mercato. In questo senso, uno dei principali fattori ispiratori della riforma è stato anche quello di semplificare per tentare di superare alcune debolezze ormai storiche del nostro sistema finanziario, attraverso un intervento ad ampio raggio consistente in un insieme di regole nuove che riescano a rispondere alle esigenze di coloro che quelle regole dovranno applicare e che con quelle regole dovranno operare.

In questa prospettiva, il filo rosso della riforma è stato valorizzare il ruolo dell'autonomia statutaria quale fattore di competitività del sistema finanziario, nella consapevolezza che oggi la concorrenza tra mercati non si gioca soltanto sul piano fiscale o sul livello degli oneri regolamentari, ma anche sulla capacità degli ordinamenti di offrire modelli di *governance* sufficientemente flessibili da adattarsi alle caratteristiche delle imprese. L'assunto di base è che una disciplina rigidamente modellata sul paradigma della grande società quotata non sia necessariamente idonea a soddisfare le esigenze di imprese profondamente diverse per dimensioni, struttura proprietaria, grado di innovazione e prospettive di crescita.

Il nuovo regime delle neo-quotate rappresenta, quindi, un aspetto qualificante di una riforma che ha valorizzato l'autonomia statutaria attraverso opzioni che potranno consentire maggiori margini di flessibilità nella *governance*. Ciò consentirà alle imprese di presentarsi al mercato ad esito di alcune scelte e sarà poi il mercato, come sempre, a premiare o bocciare tali scelte. Nel caso degli emittenti di nuova quotazione, che si affacciano per la prima volta al mercato regolamentato, il costo della maggiore flessibilità organizzativa potrà peraltro essere valutato nella fase di

primo accesso al mercato, consentendo agli investitori di effettuare le proprie scelte di investimento nella piena consapevolezza delle regole di governo societario adottate e ai prezzi di riflettere il valore di tali scelte di *governance*.

Come sottolineato dal Governatore della Banca d'Italia nelle considerazioni finali di quest'anno: "Per finanziare innovazione, investimenti tecnologici e sviluppo dimensionale, tuttavia, il credito bancario non basta: va rafforzato il ricorso al capitale di rischio. […] Va riaperto l'annoso cantiere del capitale di rischio intervenendo su più fronti". In questa prospettiva, dunque, insieme allo sviluppo del mercato del *private equity* e del *venture capital*, anch'essi oggetto di specifici interventi nel lavoro di riforma, la disciplina prevista per gli emittenti di nuova quotazione potrebbe rappresentare un incentivo per avvicinare al mercato del capitale di rischio soprattutto quelle società a maggiore contenuto tecnologico e innovativo, che possono guidare la crescita del paese nei prossimi anni.

Allo stesso tempo, occorre sottolineare con forza che la previsione di una specifica disciplina per le società di nuova quotazione non ha lo scopo di ridurre le tutele degli investitori o dei soci di minoranza. Vuole semmai ricalibrarle alla luce delle richiamate esigenze di maggiore flessibilità per le imprese in termini di opzioni statutarie. L'introduzione di una maggiore flessibilità su alcune scelte di *governance* ha da un lato il vantaggio di favorire una riflessione ponderata da parte delle singole imprese su quale sia il modello più adatto alle proprie esigenze; dall'altro lato, può valorizzare un dialogo con gli investitori, soprattutto nella fase che precede la quotazione. Proprio tale dialogo potrà assumere un rilievo importante per la valorizzazione di assetti di *governance* funzionali alle diverse specificità delle singole società quotande o delle piccole e medie imprese che eserciteranno l'*opt-in* al nuovo regime.

L'assunto di base del legislatore è che i più ampi margini di scelta in termini di *governance* per le imprese potranno favorire un avvicinamento delle imprese italiane al mercato e un rinnovato dialogo con gli investitori.

È altresì opportuno sgombrare il campo da un possibile equivoco di fondo. Non si ritiene che la nuova disciplina per gli emittenti di nuova quotazione rappresenti la bacchetta magica per tutte le fragilità del nostro mercato dei capitali (mancanza di nuove quotazioni; aumento dei casi di delisting; ecc.). Esistono, come noto, ulteriori fattori di sistema che contribuiscono al fenomeno del ridotto numero di quotazioni, all'aumento dei casi di *delisting* e alla scelta di alcune imprese innovative italiane, come *Bending Spoon*, di quotarsi all'estero. Come già sottolineato in precedenza, le regole rappresentano, infatti, solo un fattore abilitante di un sistema finanziario che è estremamente composito e complesso. Un ecosistema complessivo in cui, tuttavia, questa nuova disciplina può costituire un pezzo del *puzzle* che, inserendosi in armonia con il resto dei tasselli, può favorire una maggiore propensione delle imprese ad entrare (o rimanere) sul mercato regolamentato.

Ciò posto, sarà l'esperienza applicativa a consentire una valutazione compiuta dell'efficacia della riforma in generale, e di questa nuova disciplina in particolare.

La reale portata delle innovazioni introdotte potrà infatti essere apprezzata soltanto verificando se esse saranno in grado di influenzare concretamente le scelte delle imprese, favorendo una maggiore apertura verso il mercato dei capitali. In definitiva, il successo dell'intervento dipenderà dalla capacità delle nuove regole di accrescere l'attrattività del mercato italiano e di incentivare un più ampio ricorso al capitale di rischio quale strumento di crescita e sviluppo delle imprese.

Il governo societario degli emittenti di nuova quotazione e delle PMI quotate

Corporate governance of newly listed issuers and listed SMEs

Leonardo Benvenuto*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-17

ABSTRACT

L'articolo, dopo aver brevemente esaminato il regime introdotto dal d.lgs. n. 47/2026 in tema di emittenti di nuova quotazione e PMI quotate, illustra alcune conclusioni generali sulla nuova disciplina. In termini generali, la nuova disciplina risponde ai criteri della delega corrispondente e definisce un sistema di regole proporzionato ed equilibrato dei vari interessi in gioco, che può costituire un'utile base di riferimento anche per il restante mondo delle società quotate.

After briefly examining the regime introduced by Legislative Decree no. 47/2026 regarding newly listed issuers and listed SMEs, the article presents some general conclusions regarding the new rules. Generally speaking, the new rules meet the criteria of the corresponding delegation and define a proportionate and balanced system of rules for the various interests at stake, which can serve as a useful reference point for the rest of the listed companies.

SOMMARIO:

1. Introduzione. – 2. Ambito di applicazione e regole di adesione. – 3. Le regole di *governance*. – 3.1. Elezione degli organi sociali. – 3.2. Modifiche statutarie. – 3.3. Diritto di recesso. – 3.4. Operazioni con parti correlate. – 4. Osservazioni di sintesi.

* Vice Direttore Assonime, area diritto societario e impresa; e-mail: leonardo.Benvenuto@assonime.it.

Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato *Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?* promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

1. *Introduzione*

Il d.lgs. 27 marzo 2026, n. 47, nel dare attuazione alla delega attribuita con la legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge capitali), ha ampiamente modificato le disposizioni del Testo Unico della Finanza (c.d. t.u.f.) in tema di intermediari, mercati ed emittenti quotati. All'interno di tale processo riformatore, è stata introdotta nel t.u.f. una nuova sezione V.1, composta dagli artt. da 154.1 a 154.5, con cui si è delineata una speciale disciplina dedicata agli emittenti di nuova quotazione. L'art. 16 del predetto d.lgs. n. 47/2026 stabilisce che tale plesso normativo trova applicazione anche nei confronti delle PMI quotate. La riforma del t.u.f. ha quindi introdotto un nuovo regime normativo dedicato agli emittenti di nuova quotazione e alle PMI quotate che è connotato da un tasso di soluzioni innovative particolarmente incisivo.

Il presente articolo, dopo aver ricostruito brevemente l'ambito di applicazione della disciplina e il suo contenuto sostanziale, svolge alcune considerazioni complessive su tale nuovo regime nel presupposto che tale regime speciale può costituire una base di riflessione più ampia per l'intero comparto delle società quotate.

Per poter effettuare una corretta analisi della disciplina e al fine di consentire un adeguato giudizio sulle novità introdotte non si può prescindere dal ricordare il contesto e le finalità della riforma del t.u.f. che sono chiaramente indicati nella Relazione allo schema di decreto legislativo. Essa, partendo dai criteri della delega, indica gli obiettivi della riforma e le giustificazioni sostanziali che sono poste alla base delle soluzioni adottate, anche sui profili in esame.

La Relazione pone in evidenza come la legge Capitali individui una serie di principi e criteri direttivi da seguire nell'esercizio della delega tra cui quelli di: a) favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio, con specifico riguardo ai mercati regolamentati; b) aumentare la competitività del mercato nazionale, attraverso la semplificazione e la razionalizzazione della disciplina degli emittenti, in coerenza con gli standard internazionali; c) semplificare le regole in materia di governo societario.

Alla luce di tali criteri, il legislatore della riforma introduce per le società di nuova quotazione "un plesso di nuove regole, liberamente accessibile, informato alla riduzione dei costi e a una forte valorizzazione dell'autonomia statutaria". Con questo intervento, si è inteso perseguire "un duplice obiettivo: (i) favorire le quotazioni, offrendo l'opportunità di accedere a un regime più 'attrattivo' di quello esistente, i cui oneri rappresentano sovente (alcune delle) barriere all'ingresso nei mercati regolamentati del capitale di rischio; (ii) assicurare uno spazio di piena efficacia all'azione di semplificazione del Governo". Sotto tale secondo profilo, la riforma muove dall'assunto in base al quale – premesso che il valore dei titoli azionari incorpora in ogni momento la qualità delle regole di governo societario (con particolare riguardo ai livelli di tutela e agli strumenti di controllo e/o di reazione

a disposizione delle minoranze e degli investitori in genere) – la semplificazione del regime normativo applicabile alle società "quotande" non ha implicazioni sui diritti quesiti dei soci, in termini di valorizzazione del relativo investimento e posizioni di vantaggio riconosciutegli dalla legge, e sugli equilibri proprietari esistenti, consentendo così l'impiego di soluzioni più innovative. Il prezzo della maggiore flessibilità del regime che si viene a disegnare per tali società è infatti interamente supportato dai soci preesistenti in sede di quotazione e i nuovi investitori acquistano consapevoli delle regole di *governance* applicabili.

In termini analoghi, trova giustificazione l'applicazione del medesimo regime anche alle PMI quotate e cioè gli obiettivi assegnati al legislatore dalla legge delega possono "essere perseguiti consentendo a tali soggetti l'accesso al regime semplificato ideato per gli emittenti di nuova quotazione".

Questo è il quadro delle finalità e degli obiettivi che, alla luce dei criteri di delega, qualificano le previsioni in tema di emittenti di nuova quotazione e PMI quotate.

2. *Ambito di applicazione e regole di adesione*

Come detto, il nuovo regime semplificato riguarda due figure: le società emittenti di nuova quotazione e le PMI quotate.

Per emittenti di nuova quotazione si intendono le società che abbiano deliberato la richiesta di ammissione delle azioni alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano e le cui azioni siano ammesse alla negoziazione a partire dal 29 aprile 2026.

Per poter usufruire del regime speciale semplificato, esse devono modificare lo statuto, per adeguarlo alle nuove previsioni, anteriormente alla presentazione al gestore del mercato della richiesta di ammissione alla negoziazione. Ai soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera di modifica dello statuto sopra indicata spetta il diritto di recesso.

Per PMI quotate si intendono le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro. Queste società possono modificare lo statuto, per usufruire del regime agevolato, a condizione che non superino il limite di 1 miliardo di euro di capitalizzazione al momento della modifica statutaria, che la delibera sia approvata anche con il voto favorevole dei soci diversi da quelli di maggioranza [1] e che la modifica avvenga entro due anni dall'adozione del connesso Regolamento Consob. Anche in questo

[1] La previsione è in realtà più complessa prevedendo il voto favorevole della maggioranza dei soci dell'emittente presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al dieci per cento. Anche qualora consti il voto contrario della maggioranza dei soci di cui al primo periodo, la deliberazione si intende comunque approvata ove i soci che hanno espresso voto contrario non rappresentino, anche congiuntamente, almeno il dieci per cento del capitale sociale.

caso, ai soci che non hanno concorso all'approvazione della delibera di modifica dello statuto sopra indicata spetta il diritto di recesso.

Per le PMI quotate, quindi, è previsto un doppio presidio di tutela dei soci di minoranza composto dall'approvazione assembleare con il meccanismo del *whitewash* e dal diritto di recesso.

Al riguardo, appare opportuno sottolineare subito alcuni profili.

Il regime semplificato speciale non costituisce un regime sostitutivo di quello ordinario ma un regime di natura opzionale al quale gli emittenti di nuova quotazione e le PMI quotate possono decidere di aderire o meno attraverso un'apposita modifica dello statuto che recepisca il regime semplificato (c.d. *opt-in*). In questo modo si valorizza l'autonomia statutaria, consentendo ai soci di scegliere il modello di regolamentazione più adeguato. Si tratta peraltro di una scelta che può essere calibrata anche nella sua ampiezza. I soci possono scegliere infatti non solo se aderire o meno alla regolamentazione semplificata ma anche in quale misura utilizzare i nuovi istituti da essa previsti, aderendovi in tutto o in parte.

L'opzione di aderire al regime semplificato si accompagna a significativi presidi di tutela delle minoranze costituiti dal diritto di recesso e dall'approvazione assembleare con il meccanismo del *whitewash*.

3. *Le regole di* governance

Il nuovo regime riguarda quattro istituti: le modalità di elezione dei componenti del consiglio di amministrazione, dei sindaci e dei componenti del consiglio di sorveglianza; i quorum deliberativi per le modifiche dello statuto sociale; il diritto di recesso; la disciplina delle operazioni con parti correlate.

Si tratta di uno spettro di novità ampio che modifica in modo significativo l'equilibrio dei poteri/doveri sociali rispetto al regime ordinario delle società quotate e in questo senso sono tutti collocabili tra le misure attinenti alla *governance* della società.

3.1. *Elezione degli organi sociali*

La principale novità introdotta rispetto al regime ordinario delle società quotate riguarda le modalità di elezione dei componenti degli organi sociali: amministratori, sindaci e componenti del consiglio di sorveglianza.

In base al nuovo art. 154.3 del t.u.f., lo statuto può prevedere le modalità di elezione degli amministratori, in deroga alle regole sull'elezione del consiglio di amministrazione con il sistema del voto di lista, di cui all'art. 147.*ter* t.u.f., e sulla presentazione della lista da parte del consiglio di amministrazione uscente, di cui all'art. 147ter.1 t.u.f. In tale caso lo statuto deve prevedere che almeno due quinti degli amministratori appartengano al genere meno rappresentato.

Le società, nell'usufruire del regime speciale, sono libere di prevedere i criteri di elezione degli amministratori senza obbligo di riservare un numero di componenti del consiglio di amministrazione alla minoranza, a condizione che la maggioranza degli amministratori sia composta da indipendenti. Quando invece lo statuto non preveda che la maggioranza degli amministratori sia indipendente oppure quando abbiano emesso azioni a voto plurimo o sia prevista la maggiorazione del diritto di voto oppure ancora quando la società sia controllata da un socio pubblico, le modalità di elezione indicate nello statuto devono prevedere che sia eletto almeno un candidato proposta da soci di minoranza (che si identificano con i soci che non esercitano, anche congiuntamente il controllo e che non sono ad essi correlati).

Sempre l'art. 154.3 completa la disciplina prevedendo anche delle regole di natura suppletiva, che trovano applicazione ove lo statuto non disponga diversamente. Se lo statuto prevede la votazione di ciascun singolo amministratore da parte dell'assemblea, ove non sia diversamente previsto, ogni azione attribuisce un numero di voti pari al numero di amministratori da eleggere e ciascun socio può cumulare solo su uno o più candidati i voti complessivamente spettanti alla partecipazione sociale. Risultano eletti i candidati che hanno ottenuto il maggior numero di voti. Qualora sia prevista l'elezione di candidati della minoranza, lo statuto deve determinare le condizioni e le modalità per consentire l'elezione di almeno uno dei candidati proposti da soci, in considerazione del sistema di elezione degli amministratori adottato.

Per gli emittenti di nuova quotazione, si prevede la possibilità di disporre che un numero di amministratori non superiore a due terzi degli amministratori di minoranza sia eletto esclusivamente tra le liste presentate da investitori istituzionali [2].

Minore libertà statutaria è prevista per l'elezione dei componenti del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza rispetto alla quale si prevede esclusivamente che lo statuto possa prevedere la votazione di ciascun singolo candidato anche per i componenti del collegio sindacale e del consiglio di sorveglianza. Il presidente del collegio sindacale e un componente del consiglio di sorveglianza devono comunque essere scelti dall'assemblea tra i candidati proposti da soci che non esercitano il controllo. Tale previsione dovrebbe significare che, per i componenti di tali organi, lo statuto può adottare due modalità di elezione: quella ordinaria che prevede il voto di lista con riserva di posti per la minoranza oppure quella speciale dell'art. 154.3, co. 6, in base alla quale l'elezione avvenga con la votazione individuale dei singoli candidati con riserva ai soci di minoranza del presidente del collegio sindacale o di un componente del consiglio di sorveglianza.

Il nuovo assetto opzionale in tema di elezione dell'organo amministrativo appare molto significativo sotto un profilo sistematico, in quanto attribuisce alla

[2] Art. 16.6 d.lgs. n. 47/2026.

figura degli amministratori indipendenti, ai fini della tutela degli azionisti di minoranza, il valore di strumento di protezione non solo sostanzialmente equivalente a quello degli amministratori di minoranza ma anche di per sé autosufficiente al fine di soddisfare tali esigenze di tutela. Mentre quindi il regime generale sui criteri di elezione dell'organo amministrativo nelle società quotate cumula lo strumento degli amministratori di minoranza con quelli indipendenti, introducendo un sistema che appare un unicum nel panorama europeo e internazionale, il regime speciale in tema di emittenti di nuova quotazione e PMI quotate, consentendo di utilizzare in via alternativa lo strumento degli amministratori di minoranza oppure degli amministratori indipendenti, diminuisce la disomogeneità normativa rispetto a quella delle esperienze estere di riferimento. Si tratta peraltro di un'innovazione temperata, considerato che gli amministratori di minoranza devono comunque essere presenti nel caso di struttura del capitale e assetti proprietari che giustificano una particolare attenzione e cioè quando vi siano forme di rafforzamento del controllo basate su meccanismi di voto multiplo o società soggette a controllo pubblico.

In tale contesto, si attribuisce ampio spazio all'autonomia statutaria nel definire i criteri di nomina degli organi sociali. Ciò porta anche una piena valorizzazione del nuovo principio generale sulla composizione degli organi sociali delle società quotate, per il quale gli organi di amministrazione e controllo devono essere eletti secondo norme previste dallo statuto che promuovono e favoriscono la professionalità, rappresentatività e diversità della complessiva composizione del collegio [3].

3.2. *Modifiche statutarie*

Un secondo ambito di novità riguarda i quorum deliberativi dell'assemblea straordinaria [4].

Lo statuto degli emittenti di nuova quotazione o delle PMI quotate, ferme restando le regole sui quorum costitutivi delle assemblee, può prevedere che le deliberazioni che importano modifiche dello statuto siano assunte, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea.

Questo meccanismo semplificato non può essere utilizzato nel caso in cui siano state emesse azioni a voto plurimo ovvero sia prevista la maggiorazione del diritto di voto.

Si tratta di una regola che riduce i soli quorum deliberativi dell'assemblea diretta ad introdurre modifiche statutarie, al fine di favorire i meccanismi decisionali. La possibilità di introdurre, statutariamente, il quorum deliberativo "semplificato" è però esclusa per gli emittenti che facciano ricorso all'emissione di azioni a voto

[3] Art. 147 *bis*.1 t.u.f.

[4] Art. 154.4 t.u.f.

plurimo ovvero alla maggiorazione del voto, "in considerazione della circostanza che i relativi beneficiari potrebbero, a fronte del rafforzamento del controllo ottenuto tramite tali istituti, monopolizzare gli esiti assembleari" [5].

Anche in questo caso siamo in presenza di una novità volta a ridimensionare oneri regolamentari non previsti dal legislatore europeo, riducendo in tal modo l'area del *gold plating* nazionale.

3.3. *Diritto di recesso*

Un terzo ambito in cui è previsto un regime speciale di natura opzionale riguarda il diritto di recesso.

Con la riforma del 2003, il diritto di recesso ha assunto un ruolo centrale nell'equilibrio dei rapporti sociali per bilanciare lo spazio attribuito all'autonomia statutaria. In base all'art. 2437, co. 1, c.c., hanno diritto di recedere, per tutte o parte delle loro azioni, i soci che non hanno concorso alle deliberazioni riguardanti: a) la modifica della clausola dell'oggetto sociale, quando consente un cambiamento significativo dell'attività della società; b) la trasformazione della società; c) la revoca dello stato di liquidazione; d) l'eliminazione di una o più cause di recesso previste dal successivo comma ovvero dallo statuto; e) la modifica dei criteri di determinazione del valore dell'azione in caso di recesso; f) le modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione.

La Relazione allo schema di decreto legislativo ha evidenziato come l'ampliamento del diritto di recesso ha posto un duplice ordine di problemi: a) quello di costituire uno strumento per impedire l'adozione di decisioni e iniziative che possono contribuire alla crescita e allo sviluppo della società; b) l'utilizzazione del diritto di recesso a usi speculativi in funzione dell'andamento delle quotazioni, a prescindere da un effettivo giudizio di valore sulla decisione che ne costituisce dichiaratamente la causa.

Alla luce di queste considerazioni il d.lgs. n. 47/2026 ha introdotto una previsione in base alla quale lo statuto può escludere l'applicazione del suddetto co 1 dell'art. 2437 c.c., salvo il diritto di recesso spettante per le deliberazioni riguardanti la modifica della clausola dell'oggetto sociale che altera in modo rilevante il rischio d'impresa. Lo statuto può escludere anche in questo caso il diritto di recesso quando la deliberazione sia approvata dall'assemblea straordinaria con il voto favorevole della maggioranza dei soci, presenti in assemblea, diversi dal socio o da soci di maggioranza [6].

Non si può fare a meno di sottolineare come la possibilità di limitare il diritto di recesso, nelle società quotate, oltre alle considerazioni sopra riportate contenute

[5] Relazione allo schema di decreto legislativo.

[6] Art. 154.4 t.u.f.

nella Relazione, trova un solido fondamento nell'assetto di mercato proprio di tali figure. L'esistenza, infatti, di un mercato secondario dei titoli, che dovrebbe consentire un'agevole liquidazione della partecipazione, induce a ritenere che non siano necessarie forme di tutela particolarmente intrusive, come il recesso, che possono incidere negativamente sull'operatività della società.

3.4. *Operazioni con parti correlate*

L'ultimo campo di intervento del legislatore della riforma riguarda la disciplina sulle operazioni con parti correlate contenuta nell'art. 2391 *bis* c.c. e nella relativa disciplina di attuazione Consob.

In tale ambito, partendo dalla considerazione che "i presidi procedurali previsti dalla suddetta normativa rappresentano voci di costo significative e disincentivanti per le società quotate" [7], il legislatore ha attribuito allo statuto il potere di escludere, in tutto o in parte, l'applicazione delle regole in materia di operazioni con parti correlate anche per le operazioni ulteriori rispetto a quelle per le quali la Consob consente un esonero in base alla disciplina generale. Tale esenzione non si estende però a quelle operazioni che superano la soglia di rilevanza del 10% in relazione agli indici quantitativi stabiliti dalla Consob.

A questa possibile semplificazione, si accompagna un regime informativo rafforzato in base al quale gli organi delegati devono fornire al consiglio di amministrazione informazioni sulle operazioni escluse in tutto o in parte dall'applicazione delle procedure con cadenza almeno semestrale [8].

Con nuovo regime di semplificazione in tema di operazioni con parti correlate si allinea la disciplina nazionale per queste figure alla regolamentazione europea in materia, eliminando un ulteriore profilo di *goldplating* nazionale.

4. *Osservazioni di sintesi*

Una volta ricordato brevemente il regime speciale previsto a favore degli emittenti di nuova quotazione e delle PMI quotate, si possono effettuare alcune considerazioni di sintesi.

Il primo punto da sottolineare è che questo nuovo regime non opera in un vuoto normativo ma si inserisce e risponde a un contesto normativo preciso, che sono i criteri di delega che la legge Capitali ha dettato in tema di riforma del mercato dei capitali. In particolare, la nuova disciplina deve essere delineata nel senso di: a) favorire l'accesso delle imprese al capitale di rischio, con specifico riguardo ai

[7] Relazione allo schema di decreto legislativo.

[8] Art. 154.5 t.u.f.

mercati regolamentati; b) aumentare la competitività del mercato nazionale, attraverso la semplificazione e la razionalizzazione della disciplina degli emittenti, in coerenza con gli standard internazionali; c) semplificare le regole in materia di governo societario.

Il giudizio complessivo sulla riforma in tema di emittenti di nuova quotazione e PMI quotate, quindi, non può essere un giudizio astratto sulla desiderabilità o meno delle soluzioni adottate ma si deve interrogare, in primo luogo, se le innovazioni previste rispondano ai criteri di delega indicati.

Sotto questo profilo, le innovazioni apportate al quadro normativo dal d.lgs. n. 47/2026 con riferimento agli emittenti di nuova quotazione e alle PMI quotate si muovono complessivamente sicuramente nel senso di aumentare la competitività del mercato nazionale, semplificando e razionalizzando il regime normativo per quanto riguarda le figure societarie in esame. Gli istituti introdotti con la riforma, quindi, sono pienamente coerenti con i criteri di delega.

Altra questione da porsi è se la semplificazione regolatoria costituisca un'anomalia nel contesto internazionale. Sotto questo profilo, la risposta non può che essere negativa. Le semplificazioni ora introdotte, lungi dal prefigurare uno statuto peculiare italiano, avvicinano nella sostanza la normativa italiana a quella degli ordinamenti esteri di riferimento, correggendo anche alcune situazioni di *gold plating* rispetto all'*acquis* europeo.

Vi è a questo punto il tema più generale se le soluzioni adottate costituiscano comunque una sintesi equilibrata.

La situazione di partenza, che ha giustificato l'intervento del legislatore e i criteri di delega, era quella di un mercato dei capitali in declino anche a causa di un approccio normativo di sovraregolamentazione che ha allontanato il sistema italiano non solo rispetto ai mercati internazionali più dinamici ma anche rispetto agli standard di armonizzazione adottati dall'Unione Europea. Rispetto al contesto di mercato in cui la disciplina sulle società quotate ha preso forma nel corso del tempo, inoltre, gli attuali assetti proprietari delle società quotate non sono più caratterizzati da una platea diffusa di investitori privati ma dalla presenza significativa di fondi di investimento – spesso internazionali – dotati di ampie competenze e forza di mercato, che consentono un'interlocuzione efficace e autonoma con il management degli emittenti. Tale radicale evoluzione dei mercati impone quindi di riconsiderare gli strumenti di tutela e il livello di protezione normativa necessari per chi investe, favorendo una maggiore flessibilità delle regole a vantaggio del mercato e di una più efficace *governance* degli emittenti.

Ora sicuramente gli ambiti toccati dalla riforma riguardano segmenti di regolazione assolutamente significativi che consentono un allineamento importante della nostra disciplina ai migliori standard di riferimento. Si tratta peraltro di un regime di natura opzionale in cui spetta ai soci decidere se aderire o meno e in che misura

alle semplificazioni proposte e che presenta significative misure di tutela, tra cui il diritto di recesso.

Questa stessa nuova linfa ai poteri di decisione dei soci nella configurazione dell'assetto di *governance* valorizza l'autonomia privata. I soci decidono non solo se e in quale misura aderire al regime semplificato ma anche quali siano, all'interno dei principi generali, le clausole più adeguate a regolare l'elezione degli organi, i quorum deliberativi delle modifiche statutarie, il diritto di recesso e la disciplina sulle operazioni con parti correlate. Nella tradizionale diarchia tra autonomia privata e imperatività delle regole, la riforma segna un punto a favore degli strumenti a favore della libertà dei soci.

In tale ottica, il baricentro del giudizio sull'adeguatezza delle concrete soluzioni di *governance* adottate si sposta dal legislatore, attraverso norme inderogabili, al mercato che dovrebbe essere in grado di apprezzare correttamente anche le scelte di *governance*, decidendo di non investire in quelle società ove le regole di *governance* non si reputano adeguate.

Il complesso di queste considerazioni induce a ritenere che il regime prefigurato risulti equilibrato nel definire i rapporti dei vari interessi in gioco.

Un profilo che forse meritava più attenzione riguarda il meccanismo decisionale di adesione previsto per le Pmi quotate. Il sistema prevede l'approvazione della delibera di modifica dello statuto con delibera dell'assemblea straordinaria, approvata dalla maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dai soci di maggioranza (c.d. *whitewash*). A tale procedura si accompagna il diritto di recesso. Questo sistema appare eccessivamente limitante al fine di adottare gli istituti di semplificazione.

Un ultimo elemento di riflessione è se i meccanismi di semplificazione previsti per emittenti di nuova quotazione e PMI quotate possano costituire una bussola di riferimento più generale per tutte le società quotate.

Come si è evidenziato più volte, gli istituti introdotti nel campo in esame eliminano una parte significativa del *goldplating* nazionale e allineano la disciplina nazionale alle migliori esperienze estere. Se pure quindi la disciplina sugli emittenti di nuova quotazione è pensata per le esigenze proprie delle imprese che si affacciano ora sul mercato pubblico dei capitali e quindi dovrebbero operare principalmente nei campi delle nuove tecnologie, si tratta di un modello regolatorio che ben può essere preso a riferimento per l'intero comparto delle società quotate.

La disciplina delle OPC delle società di "nuova quotazione"

The regulatory framework for related-party transactions of "newly listed" companies

Anna Genovese*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-18

ABSTRACT

Lo scritto presenta le novità introdotte dal d.lgs. n. 47/2026 in tema di regimi di esenzione delle operazioni con parti correlate (OPC) di minore rilevanza e di autonomia statutaria delle società di "nuova quotazione". Esamina i rapporti tra autonomia statutaria, regolazione Consob e perimetro di OPC esentabili, nell'ambito di una più ampia riflessione sulla portata complessiva della riforma.

The article outlines the changes introduced by Legislative Decree No. 47 of 2026 concerning exemption regimes for less significant related-party transactions (RPTs) and the freedom of "newly listed" companies to determine their own rules. It examines the relationship between such freedom, Consob regulation, and the scope of RPTs eligible for exemption, within a broader assessment of the overall significance of the reform.

SOMMARIO:

1. Oggetto dell'intervento. – 2. OPC di minore rilevanza e portata dell'autonomia statutaria riconosciuta agli emittenti di "nuova quotazione". – 3. Note a margine della disciplina. – 4. Considerazioni conclusive.

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale nell'Università degli Studi di Verona; e-mail: anna.genovese@univr.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione dal titolo *La disciplina delle OPC delle società di nuova quotazione* presentata al Convegno *Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo Unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?* promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

1. *Oggetto dell'intervento*

Ringrazio il Presidente Marco Maugeri, la Direzione della Rivista per l'invito e la Facoltà di Giurisprudenza della Sapienza per l'ospitalità. Il mio intervento, come concordato con gli Organizzatori del Convegno, ha per oggetto la disciplina delle OPC degli emittenti di "nuova quotazione" introdotta dal d.lgs. n. 47/2026. Ricostruirò tale disciplina e poi farò su di essa alcune considerazioni.

Nella stratificata disciplina delle OPC degli emittenti [1], il d.lgs. n. 47/2026, sulla scorta di una delega alquanto lasca [2], introduce due rilevanti novità. Si tratta di novità distinte ma collegate. Entrambe si riferiscono a OPC di minore rilevanza suscettibili di essere esentate da tutti o da alcuni presidi di trasparenza e di ponderazione. Una novità riguarda i regimi di esenzione opzionabili dagli emittenti. L'altra riguarda l'autonomia statutaria degli emittenti le cui azioni siano state ammesse a quotazione dopo l'entrata in vigore della riforma e determinate PMI quotate. Nello specifico, la novità riferita alle società di "nuova quotazione" riguarda il perimetro di OPC a cui può essere applicato il regime di esenzione introdotto dalla riforma.

In dettaglio, per tutti gli emittenti, il decreto legislativo modifica il co. 3, lett. b), dell'art. 2391 *bis* c.c., prevedendo, per le OPC sottosoglia individuate dal Regolamento Consob, un nuovo regime di esenzione. Il regime, che potrà essere contemplato nelle procedure della società, disapplica all'operazione la totalità dei presidi preventivi. In sostanza, l'esenzione sottrae la decisione sull'OPC al parere preventivo, obbligatorio sebbene non vincolante, dell'apposito comitato consiliare composto da amministratori indipendenti e sottrae l'operazione anche agli obblighi di trasparenza preventiva. L'unico presidio che rimane è la trasparenza *ex post*, in forma aggregata, nella nota integrativa del bilancio d'esercizio (e consolidato, se redatto), con l'indicazione di ciascuna parte correlata, del numero di OPC poste in essere dalla società nell'esercizio di riferimento e dell'importo complessivo e medio per tipologia di operazione (cfr. il co. 2 del nuovo art. 154.5 del t.u.f.).

In questo quadro, per gli emittenti di "nuova quotazione", il nuovo art. 154.5 del t.u.f. prevede norme ulteriori. Stabilisce che il nuovo regime di esenzione sia applicabile anche ad altre OPC rispetto a quelle selezionate dal Regolamento Consob.

---

[1] La disciplina delle OPC di società con azioni quotate nei mercati regolamentati è contenuta nell'art. 2391 *bis* c.c. e nel Regolamento Consob n. 17221/2010. Il Regolamento Consob stabilisce principi generali attuativi della previsione primaria e alcuni precisi obblighi procedurali e informativi in materia di OPC. Peraltro, le previsioni Consob, come richiesto dalla normativa primaria, stabiliscono obblighi puntuali differenziati in base alle soglie di rilevanza dell'operazione e alla dimensione e alla "tipologia" della società. La differenziazione include la previsione di OPC sottosoglia realizzabili in esenzione totale o parziale. Nel complesso, la disciplina mira a garantire la correttezza sostanziale e procedurale e la trasparenza delle OPC, mitigando i rischi di abuso: cfr. P. Montalenti, *Le operazioni con parti correlate: questioni sistematiche e problemi applicativi*, in *Riv. dir. comm.*, 2015, I, 63 ss.

[2] Cfr. G. Meo, *La strana delega in materia di operazioni con parti correlate*, in *AGE*, 2024, 131 ss.

La normativa sulle società di "nuova quotazione" riguarda dunque il perimetro delle OPC di minore rilevanza che possono essere assoggettate al nuovo regime di esenzione previsto dall'art. 2391 *bis* c.c. In sostanza, lo statuto e le procedure delle società di "nuova quotazione" possono estendere ad altre OPC di minore rilevanza il regime di esenzione che gli altri emittenti possono prevedere solo per le OPC selezionate dal Regolamento Consob. La scelta statutaria degli emittenti di "nuova quotazione" incontra un unico limite: non può riguardare OPC per le quali sia superata la soglia del 10% per almeno uno degli indici quantitativi di rilevanza stabiliti dal Regolamento Consob, ai sensi dell'art. 2391 *bis*, co. 3, lett. a), c.c. [3].

La novità riguardante le società di "nuova quotazione" attiene, dunque, alla sfera della loro autonomia statutaria e alla disciplina delle loro OPC. Si tratta di novità da vari punti di vista significativa. Il regime di esenzione attivabile ha infatti un contenuto precipuo. Come detto, consente la disapplicazione di tutti i presidi procedurali e di trasparenza *ex ante*, prevedendo solo obblighi di trasparenza (aggregate) *ex post*. Inoltre, dato il nuovo regime di esenzione, gli emittenti di "nuova quotazione" possono, con apposita previsione statutaria, estenderlo ad altre OPC. L'unico limite posto dal legislatore è, come detto, che l'operazione non raggiunga, per nessuno degli indici quantitativi di rilevanza stabiliti dalla Consob, la soglia di valore del 10%.

2. *OPC di minore rilevanza e portata dell'autonomia statutaria riconosciuta agli emittenti di "nuova quotazione"*

Le disposizioni riferite all'autonomia statutaria delle società di "nuova quotazione" in materia di procedure OPC pongono varie questioni interpretative. Il primo e basilare interrogativo riguarda l'estensione dell'autonomia statutaria loro

[3] Come è noto, gli indici quantitativi di rilevanza previsti dal vigente Regolamento Consob sono tre: a) "indice del controvalore" dato dal rapporto tra il controvalore dell'operazione e il patrimonio netto della società, come risultante dall'ultimo bilancio pubblicato ovvero, per le società quotate, se superiore, la capitalizzazione di mercato rilevata alla data indicata dal Regolamento; per le banche, il patrimonio di vigilanza; il controvalore varia a seconda del tipo di operazione: nelle operazioni in denaro, coincide con l'importo pagato o ricevuto; nelle operazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari, coincide con il *fair value*; nei finanziamenti e nelle garanzie coincide con l'importo massimo erogabile o garantito; b) "indice dell'attivo", che è il rapporto tra: il totale dell'attivo dell'entità oggetto dell'operazione e il totale dell'attivo della società (per acquisizioni e cessioni di partecipazioni o di altri beni, il Regolamento detta criteri specifici per individuare il valore del numeratore, ad esempio: totale attivo della partecipata, corrispettivo dell'operazione o valore contabile dell'attività); c) "indice delle passività", ossia rapporto tra il totale delle passività dell'entità acquisita e il totale dell'attivo della società. Allo stato è sufficiente che uno solo dei tre indici superi il 5% perché l'operazione sia qualificata come OPC "di maggiore rilevanza": cfr., all'indomani dell'adozione del Regolamento, Assonime, *Circolare n. 38 del 2010, La disciplina della Consob in materia di operazioni con parti correlate*, in *Riv. soc.*, 2011, 99 ss.

riconosciuta. Il punto è se resti di esclusiva competenza dell'autorità di mercato l'individuazione delle OPC che sono sottosoglia ai sensi della lett. a) del co. 3 dell'art. 2391 *bis* c.c., oppure se a determinate società, quelle di "nuova quotazione", sia data dal nuovo art. 154.5 del t.u.f. la possibilità di stabilire quali OPC considerare di minore rilevanza ai fini del nuovo regime di esenzione. In ogni caso, anche per tali società, la disposizione non consentirebbe di esentare qualsiasi OPC. Introdurrebbe un meccanismo di rimodulazione delle soglie di rilevanza, con una clausola di salvaguardia che prescrive l'applicazione delle procedure alle operazioni per le quali almeno uno degli indici quantitativi stabiliti dalla Consob superi la soglia di rilevanza del 10%. Sicché lo statuto degli emittenti di "nuova quotazione" potrebbe disapplicare le procedure OPC anche a OPC comprese tra soglie di rilevanza fra il 5% e il 10%. C'è, dunque, da stabilire la portata dell'autonomia statutaria in esame.

Al riguardo, ritengo che, pur in presenza di un dato letterale ambiguo, l'interpretazione che mantiene l'esclusiva competenza della Consob nella differenziazione fra OPC di minore e maggiore rilevanza sia praticabile e sia anche preferibile rispetto all'interpretazione che estende l'autonomia statutaria di queste società oltre tale confine. La praticabilità, a mio giudizio, c'è in quanto la previsione sull'autonomia statutaria delle società di "nuova quotazione" nel nuovo art. 154.5 del t.u.f. si riferisce a "fattispecie di operazioni con parti correlate, definite sulla base delle soglie di rilevanza di cui all'art. 2391 *bis*, co. 3, lettera a) del codice civile". Ciò vuol dire che si riferisce a OPC soggette alla potestà regolatoria Consob. Ben si può, dunque, sostenere che l'autonomia statutaria delle società di "nuova quotazione" possa esplicarsi solo attingendo al perimetro di OPC sottosoglia definite tali dalla Consob. Tale lettura non troverebbe ostacoli nel limite di legge dato dalla soglia di valore del 10%. La soglia del 10%, difatti, potrebbe valere come limite aggiuntivo in una materia che, per ogni altro aspetto, resta assoggettata alla regolazione Consob. Vero è, infatti, che la vigente versione del Regolamento Consob stabilisce una soglia quantitativa di rilevanza pari al 5% e largamente inferiore al limite di legge del 10%. Il Regolamento Consob, però, dovrà essere novellato e non è escluso che in sede di revisione, per operazioni di una determinata natura o per determinate tipologie di parti correlate, l'attuale soglia del 5% venga rivista e fissata, per taluni indici o per specifiche limitate esenzioni, fra il 5% e il 10% o sopra tale soglia. In tale prospettiva, la soglia di legge del 10% sarebbe il limite esterno che non consente all'autonomia statutaria di sottoporre l'OPC, pure se di minore rilevanza in base al regolamento Consob, al regime di esenzione che disapplica tutti i presidi preventivi nei termini stabiliti dal co. 3, lett. b), dell'art. 2391 *bis* c.c.

Tale interpretazione, in quanto praticabile, sarebbe, a mio parere, da preferire a quella che desse carta bianca (entro il valore di soglia dimensionale del 10%) all'autonomia delle società di "nuova quotazione" nello stabilire quali OPC siano di

minore rilevanza e suscettibili di beneficiare del nuovo regime di esenzione. Una simile interpretazione, difatti, si porrebbe in contrasto con lo spirito dell'art. 9 *quater* della direttiva 2007/36/CE e con l'*incipit* letterale del co. 3 dell'art. 2391 *bis* c.c il quale conferisce alla Consob (e non all'autonomia statutaria) il potere di individuare OPC di maggiore o minore rilevanza rapportate a proporzionate regole procedurali e di trasparenza [4].

Se questa interpretazione fosse corretta, continuerebbe a valere, anche nel contesto del t.u.f. riformato e anche per la disciplina delle OPC di minore rilevanza delle società di "nuova quotazione", un sistema composito di etero e autoregolamentazione strutturato su tre livelli [5]. L'autoregolamentazione (fonte di terzo livello) della società conforme ai principi generali della normazione secondaria (fonte di secondo livello) e agli obiettivi della legge (fonte di primo livello). Le novità tuttavia resterebbero e sarebbero due: un regime di esenzione rafforzato delineato nel contenuto dei presidi disapplicabili già a livello di disciplina primaria, laddove i regimi di esenzione erano sin qui oggetto di regolazione secondaria Consob; e la possibilità (entro la soglia di rilevanza del 10%), per determinate società, le società di "nuova quotazione", di assoggettare statutariamente a detto regime di esenzione OPC definite di minore rilevanza dal Regolamento Consob ma assoggettate, in ipotesi, a diversi regimi di (parziale) esenzione.

Ricostruita la disciplina, farò alcune notazioni a margine di essa.

3. *Note a margine della disciplina*

In materia di OPC e di quotazione, la riforma muove due leve: in primo luogo, introduce nella disciplina delle OPC di minore rilevanza un'ipotesi di esenzione che consente la disapplicazione di tutti i presidi preventivi; in secondo luogo, accresce lo spazio dell'autonomia statutaria delle società di "nuova quotazione" in punto di procedure OPC. L'assunto è che entrambi gli interventi incentivino la quotazione delle società e la loro permanenza a listino. A margine della disciplina si possono fare, a mio giudizio, le seguenti notazioni.

[4] La direttiva non impone una soglia quantitativa del 5%, lascia agli Stati membri un margine di discrezionalità. Tuttavia, elevare stabilmente la soglia fino al 10% significa che un numero significativamente maggiore di operazioni potenzialmente conflittuali potrà essere sottratto alle procedure rafforzate. In questa cornice, il legislatore del 2026 non elimina la disciplina delle OPC, ma restringe in misura considerevole il suo ambito applicativo necessario, attribuendo all'autonomia statutaria il potere di sottrarre alle garanzie procedurali operazioni economicamente rilevanti (tra il 5% e il 10%), con possibile indebolimento della tutela degli azionisti non correlati in contrasto con la *ratio* della direttiva (UE) 2017/828 che, peraltro, gli Stati membri hanno recepito in vario modo: cfr. M. Corgatelli, *I regimi europei d'approvazione di operazioni con parti correlate*, in *RDS*, 2021, 541 ss.

[5] Cfr. G. Presti, *Art. 2391 bis*, *Operazioni con Parti Correlate*, in P. Abbadessa, G.B. Portale (diretto da), *Le fonti del diritto italiano. Le società per azioni. Codice Civile e norme complementare*, Giuffrè, 2016, 1, 1355 ss.

La prima notazione riguarda le scelte di *policy* sottese alla disciplina: in punto di presidi di trattamento delle OPC di minore rilevanza, laddove il legislatore ha ampliato l'autonomia delle società di "nuova quotazione", ha corrispondentemente ridotto la competenza regolatoria della Consob. Il legislatore non soltanto ha delineato in modo puntuale i contenuti di un nuovo regime di esenzione, ha anche previsto che le società di "nuova quotazione" possano estendere tale regime ad ulteriori OPC rispetto a quelle selezionate da Consob. Lo spazio della regolazione secondaria del mercato finanziario viene, dunque, ridotto a vantaggio sia della regolazione primaria (legge), sia dell'autonomia statutaria (statuti).

La seconda notazione riguarda il senso dell'intervento. La riforma estende ad altre OPC di minore rilevanza un regime di esenzione che Consob sino ad oggi aveva ritenuto appropriato solo per OPC di importo esiguo in assoluto (cfr. l'art. 13, co. 2, del Regolamento Consob). In questo senso sconfessa la chiara scelta più prudente del Regolamento Consob.

La terza notazione riguarda le implicazioni dell'intervento sull'assetto complessivo delle OPC. L'intervento verosimilmente renderà necessario il ripensamento della vigente disciplina delle OPC delle società neoquotate. L'art. 10 del Regolamento Consob, infatti, stabilisce che le società neoquotate o di recente quotazione, per due esercizi successivi all'ammissione alle negoziazioni, possono applicare anche alle OPC di maggiore rilevanza le procedure semplificate delle OPC di minore rilevanza [6]. Il nuovo e radicale regime di esenzione da ogni presidio preventivo, in ipotesi, potrebbe perciò risultare applicabile anche alle OPC di maggiore rilevanza di società di "nuova quotazione", almeno per il tempo in cui sono neo – quotate. Per evitare questo esito interpretativo, sarebbe necessario un intervento chiarificatore della Consob sulla portata dell'art. 10 del Regolamento n. 17221 del 2010, riferito alle OPC di maggiori dimensioni delle neo quotate che siano anche società di "nuova quotazione".

La quarta notazione riguarda il razionale della previsione. Si tratta evidentemente di una misura di favore che riduce gli oneri della quotazione e della permanenza in borsa delle società. Il punto critico è se la misura sia efficace allo scopo e proporzionata. Al riguardo, da una parte, si può sostenere che occorre ridurre intralci e costi per favorire la quotazione delle società e la crescita del mercato dei capitali. Dall'altra parte, però, è agevole replicare che, data la conformazione del mercato domestico, nella fase di assestamento della società post-IPO possono verificarsi operazioni infragruppo, riassetti partecipativi, dismissioni o accordi con soci rilevanti. La società che si quota in Italia è spesso caratterizzata da assetti proprietari concentrati, rapporti infragruppo non ancora stabilizzati e dipendenza da soci fondatori o investitori pre-IPO. In considerazione di ciò, la scelta di consentire alle società di "nuova quotazione" di scegliere di ampliare il perimetro applicativo

[6] Sulla previsione regolamentare citata si veda P. Giudici, *Neo-quotate, piccole quotate e società con azioni diffuse: lo speciale regime per le operazioni con parti correlate*, in *Società*, 2010, 871 ss.

dell'esenzione che disapplica ogni presidio preventivo mi pare di corte vedute e preconcetta nei confronti delle misure di prevenzione degli abusi di potere privato. Peraltro, non è affatto scontato che l'allentamento delle misure di prevenzione degli abusi di potere privato produca un risultato positivo di crescita stabile del mercato dei capitali. Da questo punto di vista, sarà interessante anche osservare se, come, quando e quante società di "nuova quotazione" faranno uso dell'autonomia statutaria di cui all'art. 154.5 del t.u.f.

Farei, in chiusura, una quinta e ultima annotazione di più generale portata. La strada dell'esenzione statutaria allargata per le OPC sottosoglia può essere percorsa solo dagli emittenti di "nuova quotazione" definiti tali dall'art. 154.1 del t.u.f. Non è del tutto chiaro, tuttavia, quali siano le condizioni di accesso e anche di permanenza nel regime di società di "nuova quotazione" rispetto al *dies a quo* della quotazione e a quello del completamento del quadro di disposizioni di riferimento. Certo è che: a) gli emittenti di "nuova quotazione" si presentano come "classe" di emittenti censiti da apposito elenco tenuto e tempestivamente aggiornato dalla Consob (cfr. il co. 3 dell'art. 154.2. del t.u.f.); b) devono essere adottate previsioni regolamentari dedicate che dovranno contenere apposite disposizioni transitorie per il periodo a cavallo fra l'entrata in vigore della riforma che il completamento della disciplina dedicata alle società di "nuova quotazione".

Non è chiaro, peraltro, il *razionale* di una disciplina dedicata alle OPC di emittenti di "nuova quotazione" che non è temporanea ma destinata ad affiancare quella rilevante per gli emittenti (non PMI) già quotati a una stessa data. La semplificazione potrebbe avere rilievo per la struttura del mercato dei capitali, per la tipologia delle imprese innovative che vi accedono o per la sperimentazione di nuovi modelli di *governance* degli emittenti. L'aspetto critico, però, riguarda sempre la tenuta di una disciplina finanziaria più leggera *ratione temporis*.

4. *Considerazioni conclusive*

La questione degli incentivi alla crescita del mercato dei capitali occupa da diversi anni regolatori, operatori e studiosi. La riforma ha l'obiettivo dichiarato di favorire questa crescita [7]. Sarà il mercato a decretare l'efficacia delle leve mosse.

Per parte mia, sono scettica circa i benefici che potranno derivare dagli interventi sull'autonomia statutaria degli emittenti di "nuova quotazione" e la disciplina delle loro OPC di minore rilevanza. Le ragioni dello scetticismo sono diverse ed emergono dalle osservazioni sin qui svolte. In definitiva, non sono persuasa della ragionevolezza e dell'efficacia della disciplina. Del resto, non occorre in questa

[7] Assonime, nella Circolare n. 6/2024, colloca le modifiche prevista dalla Legge Capitali nel più ampio disegno legislativo pluriennale di rafforzamento della competitività del mercato italiano, richiamando, quale cornice del disegno, il Rapporto OCSE del 2020 e il Libro Verde MEF del 2022.

sede ricordare che le OPC rappresentano uno dei principali ambiti in cui si realizzano fenomeni di estrazione di benefici privati da emittenti quotati e abusi di fiducia. Non si tratta perciò di materia che si può deregolamentare con leggerezza e per vero non si può dire che la riforma sia un intervento di *deregulation* [8]. Tuttavia, la riforma ha un chiaro intento di semplificazione e di riduzione di oneri normativi asseritamente non necessari. La riforma valorizza l'autoregolamentazione delle società facendo arretrare l'etero-regolamentazione. Apre alla potenziale riduzione di oneri fissi (riferiti alle OPC) di accesso e permanenza sul mercato. Essa, tuttavia, si affida al mercato per mettere in equilibrio presidi OPC con attrattività della quotazione lato società, e attrattività dell'ingresso in società lato investitori. Sicché gli assunti concatenati e incerti da cui dovrebbe scaturire il beneficio per la crescita del mercato sono davvero tanti.

La qualificazione di emittente di "nuova quotazione" che si ricava dal decreto, peraltro, come emerso, non è quella delle società neoquotate, già presente nel Regolamento Consob. L'incentivo si rivolge a società che decidono di quotarsi dopo l'entrata in vigore della riforma e alle PMI quotate che vogliano adottare la disciplina. Da questo punto di vista, il *razionale* di favore che ispira la riforma è differente da quello presente nel Regolamento Consob sulle OPC delle società neo-quotate. Il Regolamento, infatti, reca (cfr. l'art. 10) apposite previsioni dedicate a società di "recente quotazione", per il periodo compreso tra la data di inizio delle negoziazioni e la data di approvazione del bilancio relativo al secondo esercizio successivo a quello di quotazione (per la definizione di neo-quotate cfr. il Regolamento Consob, all'art. 3 co. 1, lett. g). Per effetto di tali previsioni, le neo-quotate, a ridosso della quotazione e per un periodo transitorio, possono applicare anche alle operazioni di maggiore rilevanza la procedura più semplice prevista dall'art. 7 del regolamento per le operazioni di minore rilevanza, anziché la procedura rafforzata dell'art. 8. La riforma, tuttavia, non si situa sul solco di questa disciplina agevolata di carattere transitorio. Crea una permanente asimmetria di regolazione fra emittenti già quotati alla data della sua entrata in vigore e emittenti che si quotano successivamente (o che, in quanto PMI, adottano il modello). Ciò consente la contemporanea presenza sul mercato di emittenti diversamente regolati in base al tempo di quotazione, alla dimensione e alla scelta statutaria. Il legislatore si affida all'autonomia statutaria e in definitiva al mercato quale piattaforma regolatoria, presupponendo condizioni di efficienza, liquidità e concorrenza che, come noto, non sempre sono presenti. Specie nelle società neoquotate e nelle PMI, la liquidità del titolo può essere limitata e con essa l'efficienza e la concorrenza. Più in generale,

[8] Nel senso della *deregulation*, ad esempio, è intervenuta la legge 5 marzo 2024, n. 21, per effetto della quale la disciplina prevista dall'art. 2391 *bis* del codice civile in materia di OPC , a decorrere dal 27 marzo 2024, si applica solo alle società con azioni quotate in mercati regolamentati. Pertanto, sin da allora sono esclusi dall'ambito di applicazione della disciplina primaria, e dunque anche della relativa regolamentazione di attuazione contenuta nel Regolamento Consob, gli emittenti azioni diffuse presso il pubblico in misura rilevante ma non quotate in mercati regolamentati.

non mi pare opportuno affidare al mercato il compito di sperimentare nuovi modelli di *governance* in un ambito sensibile per gli investitori come sono le OPC degli emittenti.

Peraltro, considerando i rapporti fra il nuovo regime di esenzione e la disciplina sostanziale in materia di OPC, gli effetti della riforma potrebbero essere diversi da quelli attesi. Basti considerare che la disapplicazione dei presidi procedurali non rimuove e non può certo rimuovere i vincoli sostanziali di correttezza. L'obbligo di correttezza sostanziale di tutte le OPC resta prescritto dal co. 1 dell'art. 2391 *bis* c.c. Ne deriva che la disapplicazione dei presidi procedurali farebbe aumentare il rilievo dei controlli e delle responsabilità *ex post* riferite alla correttezza dell'agire degli amministratori e delle funzioni societarie e aziendali di controllo, in caso di operazioni societarie con parti non disinteressate. Non è affatto detto perciò che la scelta statutaria consentita alle società di "nuova quotazione" conferisca alle società che la dovessero fare un vantaggio competitivo o un beneficio di reputazione finanziaria.

Concludo. La disciplina dedicata all'autonomia statutaria delle società di "nuova quotazione" in materia di OPC è uno dei contenuti di rilievo della riforma. Saranno gli emittenti a valutare caratteristiche, limiti e potenzialità dello strumento. Ritengo peraltro che, come ha detto la dott.ssa Balbo, l'esistenza di più opzioni statutarie in materia di procedure OPC, a prescindere dalle concrete scelte che verranno fatte dalle società quotande, sia un fattore di contesto utile soprattutto a fare crescere la consapevolezza degli organi sociali degli emittenti circa la rilevanza delle OPC e di una loro appropriata disciplina.

La *governance* delle società di nuova quotazione: qualche riflessione critica

The governance of newly listed companies: some critical reflections

Giuseppe Guizzi*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-19

ABSTRACT

Nel saggio si esaminano le principali disposizioni, introdotte in occasione della recente riforma del t.u.f., riguardanti la *governance* delle cosiddette "società di nuova quotazione". L'autore esprime una valutazione fortemente critica, sia in relazione alla *policy* che le ispira, sia con riferimento alla loro formulazione più propriamente tecnica, segnalando anche i potenziali profili di illegittimità costituzionale oltre che per contrasto con il diritto eurounitario.

This essay examines the main provisions set forth in the recent reform of the Financial Intermediation Law (Legislative Decree 58/1998) relating to the governance of the so-called "newly listed companies." The author offers a strongly critical assessment of either the policy underlying these provisions or their more strictly technical formulation, while also pointing out potential issues of constitutional illegality as well as conflicts with EU law.

SOMMARIO:

1. Considerazioni introduttive: una disciplina criticabile. – 2. La sospetta incostituzionalità del doppio statuto normativo degli emittenti quotati. – 3. Uno sguardo retrospettivo: l'imperatività della disciplina della *governance* come strumento di tutela del mercato e degli investitori. – 4. La disciplina delle operazioni con parti correlate. – 5. L'arretramento delle tutele: le implicazioni sottese alle opzioni riservate all'autonomia statuaria dall'art. 154.3 t.u.f. – 6. L'irragionevolezza

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università di Roma "Tor Vergata"; e-mail: giuseppe.guizzi@uniroma2.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, l'intervento svolto al Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*" promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

e la contrarierà al diritto euro unitario della disciplina dettata dall'art. 154.5. t.u.f. in materia di operazioni con parti correlate. – 7. L'inadeguatezza dell'apparato rimediale contro i comportamenti devianti degli amministratori. – 8. Conclusioni.

1. *Considerazioni introduttive: una disciplina criticabile*

Le considerazioni svolte da Marco Maugeri nell'introduzione ai lavori di questo secondo *panel* dedicato al governo societario – così come le sue chiose all'intervento di Anna Genovese – sono, come sempre, ricche di suggestioni. Dandoci una lezione di ottimismo, e soprattutto di metodo, Marco ci invita, infatti, a guardare oltre il mero dato normativo, a non dare eccessivo peso ad alcune – seppure evidenti – imperfezioni di tecnica legislativa e semmai a fare lo sforzo di cogliere la filosofia complessiva dell'intervento di riforma realizzato dal legislatore delegato.

Una filosofia complessiva le cui linee di tendenza segnano – almeno questa mi sembra essere la lettura suggerita da Marco – un mutamento sì profondo, eppure non necessariamente negativo, perché in definitiva – come dimostrerebbe in particolare proprio la nuova disciplina in tema di operazioni con parti correlate su cui si è soffermata Anna – si realizzerebbe il passaggio da un sistema di *governance* caratterizzato da un eccesso di rigidità procedurale a un sistema fondato su *standard* di comportamento e clausole generali, con uno spostamento che lungi dal dover essere concepito come una semplice deregolamentazione, può essere considerato, invece, per molti versi, un tentativo di semplificazione normativa che sposta il baricentro della tutela dei soci dall'adempimento ad obblighi di forma alla verifica della sostanza dell'agire dell'organo amministrativo, da condurre poi essenzialmente in quei contesti in cui ve se ne avverte davvero il bisogno. In questo scenario, l'attenuazione dei meccanismi procedimentali nelle operazioni con parti correlate non comporterebbe, dunque, il venir meno dell'obbligo di assicurare la loro "correttezza sostanziale", che resta l'obiettivo cui deve orientarsi l'azione degli amministratori e che sarebbe garantita dall'applicazione delle clausole generali – da quella di indipendenza e imparzialità della gestione, a quella del divieto di abuso – le quali assicurerebbero così la tenuta complessiva del sistema, colmando il vuoto lasciato dalla semplificazione normativa.

Pur apprezzando lo spirito sempre costruttivo delle riflessioni di Marco, la mia lettura delle modifiche alle regole di *governance* dettate per le società di nuova quotazione è piuttosto diversa. Forse perché con il passare degli anni si accresce il disincanto – e del resto come ci rammenta Georg Friedrich Händel ne *Il trionfo del tempo e del disinganno* "*i pensieri più severi son del verno dell'età*" – credo che alle novità introdotte si debba guardare con occhio particolarmente critico, sembrandomi non solo assai dubbio che l'equilibrio prospettato da Marco attraverso il ricorso alle clausole generali sia effettivamente realizzabile, ma anche che la

disciplina dettata per gli emittenti di nuova quotazione segni un pericoloso indebolimento del disegno complessivo di tutela del mercato e degli investitori, ponendo oltretutto, nel momento in cui introduce un regime di *governance* che vale solo per alcune, e non per tutte, le società quotate, problemi di un possibile *vulnus* ai principi di rango costituzionale.

2. *La sospetta incostituzionalità del doppio statuto normativo degli emittenti quotati*

Movendo proprio da quest'ultimo aspetto occorre ribadire come il principio di uguaglianza, sancito dall'art. 3 Cost. rappresenti il limite invalicabile alla discrezionalità legislativa anche nel tratteggiare la disciplina dei mercati finanziari e delle società quotate. È necessario contestare, dunque, fermamente la tesi – anche oggi sostenuta dall'amico Andrea Zoppini – secondo cui l'art. 3 Cost. non sarebbe violato nel caso di specie, perché il suo ambito di operatività riguarderebbe esclusivamente le persone fisiche, non essendo applicabile alle società, agli enti e in generale alle persone giuridiche. L'amico Andrea non tiene adeguatamente conto del fatto che il principio di eguaglianza, oltre che come principio di *parità di trattamento*, si declina, nell'interpretazione costante della Corte, anche come *principio di ragionevolezza*, come tale da applicarsi in qualsiasi ambito oggetto di normazione, prescindendo da qualsivoglia considerazione in relazione alla natura dei soggetti verso cui si indirizza la disciplina sospetta di illegittimità costituzionale [1].

Sotto questo profilo la creazione di un duplice statuto normativo delle società quotate – con la distinzione tra emittenti di nuova quotazione, a cui si offre la possibilità di derogare alle norme imperative che definiscono gli assetti di *governance*, ed emittenti già quotati alla data di introduzione della nuova disciplina – appare intrinsecamente irragionevole. Gli è, infatti, che delle due l'una: o queste regole costituiscono davvero – secondo quello che mi sembra essere il *refrain* ricorrente,

[1] È sufficiente ricordare che la Corte Costituzionale già nella sent. 23 marzo 1966, n. 25 – dunque esattamente sessant'anni fa – si è confrontata con l'argomento secondo cui «il principio di eguaglianza andrebbe riferito soltanto alle persone fisiche e, di conseguenza, non potrebbe essere invocato come parametro di legittimità di norme che, come nella specie, riguardino soggetti diversi da quelle» rilevandone l'infondatezza. Osservava già allora la Corte che "l'eguaglianza è principio generale che condiziona tutto l'ordinamento nella sua obbiettiva struttura: esso vieta, cioè, che la legge ponga in essere una disciplina che direttamente o indirettamente dia vita ad una non giustificata disparità di trattamento delle situazioni giuridiche, indipendentemente dalla natura e dalla qualificazione dei soggetti ai quali queste vengano imputate. A siffatta conclusione non osta il rilievo che alcune delle discriminazioni esplicitamente vietate dall'art. 3, primo comma, della Costituzione non sono ipotizzabili se non in riferimento alla persona fisica, giacché ciò significa solo che il principio di eguaglianza si atteggia, quanto al contenuto, diversamente secondo la varietà dei dati disciplinati dal legislatore, ma non comporta che esso diventi inoperante quando in via immediata vengano in considerazione soggetti diversi dall'uomo".

e di cui abbiamo avuto un ulteriore esempio durante la prima tavola rotonda anche nell'intervento del rappresentante di Assonime – di vincoli ingiustificati, fonte di costi eccessivi per gli emittenti e che ostacolano un'efficiente gestione dell'impresa, ma se così è non si vede la ragione per cui essi non siano stati rimossi per tutte le società quotate, prescindendo così dall'assegnare rilievo al momento in cui è intervenuta la loro quotazione; oppure tali regole sono valutate come dei presidi necessari per la tutela del mercato e degli investitori, come sembrerebbe evincersi dalla stessa scelta di mantenerle ferme rispetto alle società già ammesse a quotazione, ma se così è tali disposizioni devono conservarsi per tutti gli emittenti, non potendo affidarsi la decisione sul se darvi applicazione, e poi solo per alcune imprese individuate sulla base di un mero criterio cronologico, ad una valutazione discrezionale della maggioranza.

Ma la differenziazione degli statuti normativi non pone solo un problema di intrinseca irragionevolezza. Se infatti si condivide la premessa – da cui muove il legislatore delegato, e che anzi rappresenta uno dei principi fondanti della delega – che dall'eccesso di rigidità delle regole di *governance* dipende in larga misura la fuga delle società dalla borsa italiana verso altri mercati regolamentati, e dunque si condivide l'idea che alleggerire il tasso di imperatività è in un certo senso fattore che favorisce la concorrenza tra ordinamenti, agevolando così le società quotate italiane anche nell'acquisizione delle risorse finanziarie – mi sembra piuttosto evidente che mantenere il regime asimmetrico di cui si è detto finisce per assicurare, quanto meno in relazione alla capacità di attrazione del risparmio diffuso all'interno dei mercati regolamentati italiani, un indebito vantaggio competitivo alle società di nuova quotazione rispetto agli emittenti già quotati, con un sostanziale *vulnus* anche al principio di concorrenza tra emittenti sul mercato della raccolta del capitale.

3. *Uno sguardo retrospettivo: l'imperatività della disciplina della* governance *come strumento di tutela del mercato e degli investitori*

Per chiarire le ragioni delle mie perplessità rispetto all'assetto complessivo della *governance* tratteggiato dalla novella, credo sia utile ripercorrere brevemente le tappe (per quanto ai più ben note) di un percorso che è iniziato prima della stessa promulgazione, nel 1998, del Testo Unico dell'Intermediazione Finanziaria, e che ha condotto, nel tempo, alla definizione di quell'insieme di regole a cui oggi il legislatore consente, agli emittenti di nuova quotazione, di derogare.

Si tratta di un processo che ha preso avvio agli inizi degli anni '80, e che è stato incentrato – come del resto ci ricorda sempre Marco Maugeri nei suoi illuminati scritti sul tema [2] – sul rafforzamento in primo luogo del ruolo dell'informazione

[2] Cfr., tra i molti, M. Maugeri, *Società e mercato finanziario*, in C. Angelici, G. Ferri jr, M. Stella

quale precondizione per un efficiente funzionamento del mercato, e in particolare sulla necessità – di cui già discorreva Berardino Libonati nel Convegno organizzato dalla *Rivista della Società* e tenutosi a Venezia nel 1981 [3] – di assicurare agli investitori un'informazione che non fosse solo quella periodica, complessivamente limitata, somministrata attraverso il bilancio di esercizio, ma che fosse il più possibile analitica e continua, e soprattutto aperta a quanto avveniva "*nella stanza dei bottoni*".

Movendo da questa premessa ha costituito pertanto un esito evidentemente coerente, per quanto oggettivamente non necessitato, la scelta compiuta negli anni Duemila dal legislatore italiano – per certi versi anticipando le stesse tendenze che sarebbero state poi espresse, ancorché in una forma più attenuata e inevitabilmente compromissoria, dall'Unione Europea con la direttiva sui diritti degli azionisti – di introdurre meccanismi, quale l'obbligatorietà del voto di lista unitamente alla previsione della figura dell'amministratore di minoranza, atti ad assicurare la partecipazione attiva di rappresentanti degli investitori all'interno del consiglio di amministrazione, anche in modo da enfatizzare ulteriormente quelle istanze di diversificazione quali-quantitativa nella composizione del *board* richieste dal diritto euro unitario.

4. *La disciplina delle operazioni con parti correlate*

Coerente con questa impostazione di rafforzamento dell'informazione del mercato e di partecipazione degli investitori al governo societario è stata anche la progressiva evoluzione che ha interessato la disciplina delle operazioni con parti correlate – che rappresentano l'ambito in cui si annida maggiormente il rischio di estrazione di benefici privati da parte di amministratori, dirigenti con responsabilità strategiche e/o azionisti di controllo a danno della società e dunque in definitiva degli investitori [4].

Richter jr (a cura di), *Società*, in *Enciclopedia del Diritto – I tematici*, Lefebvre Giuffrè, 2025, 1027 ss.; Id., *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in M. Cera, G. Presti (a cura di), *Il testo unico finanziario*, II, Zanichelli, 2020, 1228 ss.

[3] B. Libonati, *L'informazione societaria e la documentazione contabile*, già in *L'informazione societaria (Atti del convegno di Venezia 5,6 e 7 novembre 1981)*, Giuffrè, 1982, II, 1019 ss., ora in *Scritti giuridici*, Giuffrè, 2013, I, 1361 ss.

[4] Sul tema sia consentito rinviare a G. Guizzi, *Conflitto d'interessi e operazioni con parti correlate*, in C. Angelici, G. Ferri *jr,* M. Stella Richter *jr* (a cura di), *Società*, cit., 261 ss.; Id., *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi (Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione delle s.p.a.)*, Giuffrè, 2014, in specie 68 ss. Sul tema cfr. anche E. Pucci, R. Santarelli, *Le operazioni con parti correlate*, in F. Raffaele, E Ruggiero (a cura di) *Il recepimento in Italia della Shareholder Rights II*, Cedam, 2021, 33 ss.; S. Houben, *Operazioni con parti correlate e governo societario*^{2}, Giuffrè Francis Lefebvre, 2020, *passim*; e, seppure con riferimento alla disciplina antecedente

Quanto al rafforzamento dell'informazione, si tratta di un profilo che era stato già anticipato dalla CONSOB con la comunicazione del 2002 sulle operazioni con parti correlate e che modificava l'art. 71 *bis* del Regolamento Emittenti nella versione allora vigente, prescrivendo l'obbligo di pubblicazione di un documento informativo recante i dettagli dell'operazione, sì da consentire al mercato di avere un'informazione in tempo reale, ed assumere eventuali determinazioni nella gestione del proprio investimento senza dover attendere il deposito della relazione allegata al bilancio di esercizio. In questo senso, si può dire che il Regolamento n. 17221, adottato dalla CONSOB nel 2010, in attuazione dell'art. 2391 *bis* c.c., ha solo portato alle estreme conseguenze tale impostazione, sancendo definitivamente – là dove prescrive, per le operazioni c.d. di maggiore rilevanza, la pubblicazione dei pareri sulla loro convenienza e sulla congruità delle condizioni contrattuali resi dal comitato OPC, ovvero degli *advisor* ed acquisiti nel corso dell'istruttoria – l'apertura delle porte del consiglio di amministrazione, e l'accesso alla relativa documentazione, a tutti gli investitori.

Ma coerente con un disegno di protezione effettiva degli investitori risultava anche la previsione di procedure dettagliate per la loro approvazione, secondo una disciplina molto (forse, almeno per alcuni aspetti, troppo) articolata, e che tuttavia anche qui anticipava quanto poi avrebbe richiesto il legislatore euro unitario [5]: procedure che rappresentano, se si vuole, la prima compiuta emersione della necessità che le società adottino assetti organizzativi adeguati per la prevenzione di rischi – nel caso, quello del conflitto di interessi e comunque di una gestione non imparziale – che si possono annidare nell'esercizio dell'attività di impresa [6].

5. *L'arretramento delle tutele: le implicazioni sottese alle opzioni riservate all'autonomia statuaria dall'art. 154.3 t.u.f.*

Se si tiene conto di quanto appena osservato, mi sembra che emergano con sufficiente chiarezza le ragioni per cui le regole dettate in tema di *governance* con

alle modifiche introdotte in attuazione alla seconda direttiva sui diritti degli azionisti, N. Michieli, *La gestione del conflitto di interessi nelle operazioni con parti correlate*, Giuffré, 2016, *passim*.

[5] Per la sua estrema articolazione, la disciplina italiana è stata considerata un vero e proprio *case study dall'Organisation for Economic Cooperation and Development* (OECD), nel documento su *Flexibility and Proportionality in Corporate Governance* pubblicato nel 2018. Sul processo che ha condotto alla elaborazione della direttiva, e sull'influenza esercitata dal regolamento n. 17221/2010 su alcune delle soluzioni adottate cfr., rispettivamente, E. Pucci, *Operazioni con parti correlate*, in *D. disc. priv., sez. comm., Aggiornamento VII*, Utet, 2015, 398 ss., in specie 421 ss. e N. Latorre Chiner, *El control de las operaciones vinculadas en la sociedad cotizada*, Marcial Pons, 2020, 214 ss.

[6] Si veda sul punto G. Guizzi, *Conflitto d'interessi e operazioni,* cit., 278; R. Cugnasco, *Le operazioni con parti correlate*, Giuffré, 2017, 37 ss.

riferimento alle società di nuova quotazione segnino un deciso passo indietro, con conseguente indebolimento delle tutele degli investitori.

Si tratta di un passo indietro che si può cogliere già nella disposizione dall'art. 154.3 t.u.f., là dove si consente a tali società di disapplicare il meccanismo del voto di lista, e poi soprattutto là dove si rende sostanzialmente facoltativa (ad eccezione delle ipotesi espressamente indicate al co. 5) la presenza di un amministratore nominato dalla minoranza. Una simile impostazione sembra, infatti, disconoscere il valore che per una migliore e più ponderata gestione dell'impresa assume il pluralismo delle *constituencies* di cui gli amministratori sono espressione. Un valore che è lo stesso legislatore a rimarcare addirittura come primario, allorché, nel definire all'art. 147 *bis*.1 t.u.f. i principi generali in tema di composizione degli organi sociali, prescrive – con una norma che, peraltro, non appare neppure essere stata derogata per le società di nuova quotazione e che dunque, a riprova del carattere deficitario della tecnica normativa che ha connotato questa riforma, sembra confliggere con l'ampia autonomia statutaria accordata sul punto a tali società – che gli statuti dettino regole tali da assicurarne anche la "*rappresentatività*". Una formula, questa, che, nel momento in cui la si contrappone alla "*diversità*" (evidentemente riferita al genere e alla formazione professionale) sembra alludere, se le parole scelte hanno un senso, alla necessità che sia garantita in consiglio anche la rappresentanza degli interessi espressi dagli azionisti "*non di controllo*", e in ogni caso almeno degli interessi di cui siano portatori gli investitori istituzionali.

Sotto questo profilo mi sembra, insomma, che la facoltà accordata alle società di nuova quotazione tradisca una certa diffidenza verso la presenza degli amministratori espressi da minoranze organizzate. Una diffidenza che se può essere in parte anche comprensibile in quanto motivata da una non sempre corretta interpretazione del ruolo – come ci rammentano alcune eclatanti vicende degli anni scorsi [7] – mi sembra tuttavia tradire, al fondo, una malcelata insofferenza verso una dimensione autenticamente dialettica dell'attività del consiglio, con un ritorno così a

[7] Per un esempio degli eccessi che hanno talora caratterizzato gli interventi degli amministratori di minoranza, e per una interpretazione fin troppo radicale del loro ruolo, basterà rammentare quanto è avvenuto nel 2018, in occasione della nota vicenda che ha riguardato gli assetti di *governance* di TIM; vicenda innescata dalla richiesta del fondo attivista Elliot di integrare l'ordine del giorno dell'assemblea mettendo ai voti la revoca di quattro amministratori espressi dall'allora socio di maggioranza Vivendi, e della conseguente decisione del c.d.a di non dare corso a tale richiesta, essendo intervenute, nelle more, le dimissioni della maggioranza degli amministratori che implicavano l'attivazione della clausola *simul stabunt simul cadent* e la necessità di convocare l'assemblea per rinnovare l'intero consiglio. In quell'occasione i cinque amministratori di minoranza, non dimissionari, estremizzarono il contrasto con la posizione assunta dalla maggioranza del consiglio: non si limitarono, infatti, a far annotare nel verbale consiliare il proprio dissenso circa la decisione di non integrare l'ordine del giorno ma arrivarono sino al punto di farlo emergere pubblicamente, e persino di dissociarsi dal comunicato stampa dell'emittente, che rendeva noto al mercato gli esiti della riunione consiliare, e di emettere addirittura, quasi fossero un autonomo organo, un proprio comunicato contrapposto a quello della società.

quelle poco commendevoli concezioni che – fedeli al motto "*non disturbare il manovratore*"– vogliono ridotta al silenzio ogni voce che tenda a porsi fuori dal coro.

6. *L'irragionevolezza e la contrarierà al diritto euro unitario della disciplina dettata dall'art. 154.5. t.u.f. in materia di operazioni con parti correlate*

Il più significativo e deciso arretramento nelle tutele del mercato e degli investitori è, tuttavia, quello che mi sembra realizzarsi con il nuovo art. 154.5 t.u.f., che riconosce alle società di nuova quotazione oltre *(i)* alla possibilità di escludere – secondo quanto ora disposto in via generale per tutte le società quotate (art. 2391 *bis*, co. 3, ultimo periodo, c.c.) – in forza di espressa previsione statutaria, ma sulla base pur sempre di parametri indicati *ex ante* dalla CONSOB, l'applicazione di tutte le regole, procedurali e di trasparenza, dettate dall'art. 7 Regolamento OPC per le operazioni qualificate come di minore rilevanza, persino *(ii)* la possibilità di non applicare, in tutto o in parte, le regole poste dall'art. 8 Regolamento OPC con riferimento alle operazioni di maggiore rilevanza, con la sola eccezione dei casi in cui almeno uno dei tre indici quantitativi stabiliti dalla CONSOB per la loro identificazione (indice di rilevanza del controvalore; indice di rilevanza delle attività; indice di rilevanza delle passività), che ai sensi del Regolamento è fissato nel 5%, sia pari o superiore al 10%.

In un contesto in cui il rischio delle correlazioni è stato, più o meno consapevolmente, ampliato [8], la scelta del legislatore riporta la disciplina dell'informazione del mercato finanziario indietro di più di trent'anni, generando una situazione di assoluta opacità su operazioni che possono determinare significative estrazioni di valore dal patrimonio sociale a beneficio delle parti correlate all'emittente e a danno degli azionisti. La lettura congiunta dell'art. 2391 *bis*, co. 3, ultimo periodo c.c. e dell'art. 154.5 t.u.f. pare, infatti, financo legittimare – in ragione della stretta interdipendenza tra regole procedurali e regole di trasparenza quale risulta dal combinato disposto della norma codicistica e delle prescrizioni regolamentari –

[8] Mi riferisco non solo alla scelta di abolire il divieto di assumere ruoli di amministrazione, direzione o controllo in più imprese concorrenti del settore creditizio e finanziario, che era stato introdotto dall'art. 36 del d.l. 201/2011, ma anche agli effetti che derivano indirettamente dall'abrogazione dell'art. 121 t.u.f. ultimo comma, t.u.f. che prevedeva il divieto di partecipazioni reciproche anche a livello di gruppo. Tale abolizione – motivata con la considerazione che si trattava di disposizione anomala nel panorama internazionale, e dunque un tipico esempio di *gold plating* – comporta tuttavia, quale conseguenza, di incrementare il rischio delle correlazioni interne all'assetto proprietario dell'emittente. D'altra parte, prima di abrogare una disposizione, censurandone l'eccesso di rigore occorrerebbe domandarsi se la sua previsione non fosse giustificata in un contesto, come quello italiano, in cui il fenomeno dei conflitti di interessi assume valenza sistemica (e basterà qui rinviare alle oramai classiche pagine di Guido Rossi – cfr. Id. *Il conflitto epidemico*, Adelphi, 2003, *passim*).

l'abrogazione dell'obbligo di assicurare la tempestiva e l'analitica informazione del mercato, prevista dall'art. 5 Regolamento OPC, sostituendola solo con una semplice generica informazione di bilancio, e comunque sicuramente comporta un ridimensionamento, sul piano del suo contenuto, dell'obbligo di *disclosure* della documentazione interna al consiglio di amministrazione.

Ma si tratta anche di un'impostazione che mette in discussione la stessa competenza esclusiva del consiglio di amministrazione nell'approvazione delle operazioni qualificabili come di maggiore rilevanza ai sensi delle disposizioni dettate dalla CONSOB nell'esercizio del potere di rango regolamentare attribuitole dall'art. 2391 *bis* c.c. Il potere dello statuto di sottrarre anche operazioni rientranti in tale ambito all'applicazione delle procedure di cui all'art. 8, permette infatti agli emittenti di nuova quotazione di eludere tale riserva di competenza, e di demandare – in tutti i casi in cui la parte correlata non si identifichi con l'amministratore delegato (perché in tale evenienza scatterebbe almeno l'obbligo di astensione e la riserva di competenza di cui all'art. 2391 c.c.) – le decisioni sul loro compimento anche individualmente a quest'ultimo, con tutto quel che ne consegue in termini di sostanziale opacità dell'*iter* istruttorio e di sottrazione della decisione alla discussione e al confronto con gli altri amministratori ed in particolare con gli amministratori indipendenti, il cui ruolo è viceversa enfatizzato dalla disciplina regolamentare.

La possibilità che l'art. 154.5 t.u.f. riconosce all'emittente di nuova quotazione di disapplicare, a sua discrezione, e se del caso anche integralmente, le procedure per le operazioni di maggiore rilevanza come individuate dal Regolamento OPC, spostandone più avanti la soglia al di fuori di qualsiasi previsione in tal senso adottata dalla CONSOB appare, dunque, a dir poco eterodossa. Oltre ad essere un *unicum* nel panorama europeo, e di certo tutt'altro che allineata – a differenza di quella che mi sembra abbia costituito, in questi primi mesi, la narrazione corrente a livello politico (penso ai tanti interventi ai convegni del sottosegretario Freni) – ai migliori *standard* di mercato (a mia conoscenza solo l'Estonia adotta un indice di controvalore pari al 10% del patrimonio netto dell'emittente) [9], la disposizione risulta gravemente sospetta di illegittimità per violazione dei principi dettati dall'art. 9 *quater* della direttiva 2017/828/UE, modificativa della direttiva CE 2007/36/CE sui diritti degli azionisti. Per quanto si tratti, infatti, di norma di armonizzazione minima, che non impone un univoco criterio per l'individuazione delle operazioni di maggiore rilevanza, e che consente anche eventualmente di differenziare le

[9] Per una interessante ricognizione comparatistica, che denota sia l'inesistenza di *standard* internazionali sul tema, sia soprattutto come già le soglie quantitative stabilite dalla CONSOB per individuare le operazioni di maggiore rilevanza siano state fissate ad un livello assai più elevato rispetto ai principali ordinamenti continentali, e comunque rispetto a quelli con cui il legislatore avverte maggiormente l'esigenza di confrontarsi, cfr., all'indomani della approvazione della legge di delega, G. Meo, *La strana delega in tema di operazioni con parti correlate*, in *AGE*, 2024, 131 ss.

soglie ai fini dell'applicazione degli obblighi di comunicazione dell'operazione al mercato (comunque da eseguire non oltre il momento della sua conclusione), o piuttosto delle regole relative alla competenza decisionale, non è tuttavia seriamente dubitabile che la *Direttiva riservi il compito* di indicare gli indici quantitativi *esclusivamente agli Stati Membri*. E soprattutto non è revocabile in dubbio che, una *volta che tale potere di indicazione delle soglie sia stato esercitato* (come appunto è nel caso per effetto della indicazione offerta dalla CONSOB nell'esercizio del potere regolamentare delegatole dall'art. 2391 *bis* c.c.), *quella soglia non sia modificabile dagli emittenti nell'esercizio dell'autonomia privata*.

7. *L'inadeguatezza dell'apparato rimediale contro i comportamenti devianti degli amministratori*

Non credo d'altronde che l'arretramento della tutela del mercato contro le operazioni con parti correlate estrattive di ricchezza a vantaggio di queste ultime e a danno degli azionisti, possa essere davvero riequilibrato, come ci sembra suggerire Marco, in via interpretativa e poi in particolare enfatizzando i doveri fiduciari degli amministratori, ovvero il dovere di buona fede del socio di controllo nel momento in cui è chiamato all'approvazione delle operazioni, là dove ad esempio si tratti di operazioni straordinarie che rientrano nell'ambito delle competenze assembleari.

Una volta disapplicati tutti i meccanismi – come le procedure deliberative rafforzate prescritte dal Regolamento OPC, o come gli obblighi espressi di astensione degli amministratori o dei soci coinvolti nell'operazione [10] (doveri non sempre recuperabili in base alle norme generali [11]) – che mirano ad assicurare una ponderata valutazione circa l'opportunità dell'operazione e minimizzare, in via preventiva, il rischio di danno, i rimedi che si offrono agli azionisti danneggiati sembrano piuttosto carenti sul piano della loro effettività.

Certamente privo di una reale effettività è il rimedio risarcitorio costituito dall'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori. Un'eventuale condanna al risarcimento dei danni dei membri del *board* che abbiano approvato un'operazione con parte correlata manifestamente irragionevole, senza adeguata istruttoria e/o priva di sostanziale convenienza per la Società potrà forse soddisfare eticamente – riprendo qui una formula cara al mio Maestro – ma certo non potrà mai assicurare un ristoro pieno agli azionisti tutte quelle volte (ed è evenienza

[10] Sull'argomento cfr. N. Michieli, *Obbligo di astensione dal voto e responsabilità degli amministratori del comitato parti correlate*, in *Riv. dir. comm.*, 2022, I, 681 ss.;

[11] Almeno secondo l'interpretazione più largamente diffusa. Ma per una lettura diversa almeno dell'art. 2391 c.c., che recupera l'obbligo generale degli amministratori "interessati" sia consentito rinviare ai miei numerosi scritti sul tema (e in particolare da ultimo cfr. *Conflitto di interessi e operazioni*, cit., 274).

pressoché costantemente ricorrente considerando la *magnitude* delle operazioni di maggiore rilevanza) in cui vi sia un significativo scarto tra la misura del danno e la "capienza" dei patrimoni dei soggetti responsabili.

Né ad esito molto diverso sembra poter condurre – anche là dove esso sia astrattamente praticabile – il rimedio dell'impugnazione delle delibere con cui sia stata approvata un'operazione con parte correlata oggettivamente dannosa. Dal momento che quelle con cui si approvano operazioni con parti correlate appartengono, nella quasi totalità dei casi, al novero delle c.d. "delibere-decisione" – per riprendere la nota definizione di Paolo Ferro-Luzzi [12] – il cui valore giuridico si risolve, cioè, nell'essere premessa di un atto esecutivo di carattere negoziale, e il cui annullamento non può allora travolgere i diritti acquistati dai terzi in buona fede (arg. *ex* art. 2377, ultimo comma, c.c.), la possibilità di ottenere una tutela effettiva finisce per essere affidata al conseguimento di misure cautelari di sospensione dell'esecuzione della delibera impugnata. Un risultato, questo, che se è già difficile ottenere alla luce della regola generale dettata dall'art. 2378, co. 4, c.c. – là dove impone al Giudice di negare la cautela qualora, in esito ad una valutazione compartiva, appaia maggiore il pregiudizio derivante alla società dalla sospensione della esecutività della delibera rispetto a quello derivante al socio dalla sua esecuzione – sconta, sul piano della realtà effettuale, anche l'ulteriore difficoltà rappresentata da una prassi giurisprudenziale che – all'infuori di qualche sporadica eccezione – appare sempre molto restia ad intervenire nelle dinamiche di potere delle grandi società quotate, e dunque poco incline [13] ad accordare, nelle operazioni di più rilevante impatto economico, tale forma di protezione agli investitori, con un atteggiamento che sembra essere quello di una giustizia "*forte con i deboli e debole con i forti*".

8. *Conclusioni*

In conclusione, la disciplina della *governance* delle società quotate mi sembra porre problemi di non poco momento, e soprattutto determinare un grosso arretramento innanzitutto di ordine culturale. Il tentativo – pure certo astrattamente appezzabile – di operare una semplificazione del quadro normativo ha finito, infatti,

[12] Il riferimento è, naturalmente, a P. Ferro-Luzzi, *La conformità delle deliberazioni alla legge e all'atto costitutivo*, Giuffrè, 1977.

[13] A differenza, verrebbe da dire, rispetto alle giurisdizioni straniere. Emblematico in questo senso l'esito dell'ampio contenzioso giudiziario che si è sviluppato con riferimento alla fusione transfrontaliera che ha coinvolto Mediaset, dove le richieste di sospensione delle delibere di fusione per i gravi profili di pregiudizio che arrecavano ai soci di minoranza, hanno trovato accoglimento davanti al Tribunale di Madrid e alla Corte d'Appello di Amsterdam ma non anche, invece, davanti al Tribunale di Milano, che ha preferito rifugiarsi nel, per certi versi comodo, argomento della preminenza, nell'ambito di una valutazione sommaria come quella del procedimento cautelare, dell'interesse della società a dare corso all'operazione di riorganizzazione societaria.

per tradursi in una compressione dei principi fondamentali di trasparenza e correttezza che garantiscono i diritti degli investitori, e in particolare di quelli istituzionali.

Il sottosegretario Freni nel corso del suo intervento ha ricordato che nel procedere a questo radicale ammodernamento del t.u.f., e nel tratteggiare la disciplina degli emittenti di nuova quotazione, il legislatore è stato spinto dalla necessità di dare un impulso all'asfittico mercato finanziario italiano, con l'obiettivo di determinarne l'uscita da quella che sembra essere oggi una *foresta pietrificata*. L'obiettivo è certamente commendevole: ma non dobbiamo dimenticare che nel celebre omonimo dramma teatrale, reso immortale dalla versione cinematografica del 1936 con Humphry Bogart, Leslie Howard e Bette Davis, l'unica via di fuga è rappresentata dall'estremo sacrificio di uno dei suoi protagonisti. Non mi sembra allora del tutto auspicabile che per far uscire il mercato dal proprio immobilismo, si debba arrivare al sacrificio dei diritti degli investitori.

L’assemblea nelle società di nuova quotazione

The shareholders’ meeting in newly listed companies

Serenella Rossi*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-20

ABSTRACT

Questo breve saggio propone una prima lettura della disposizione, introdotta dal d.lgs. n. 47/2026, che autorizza lo statuto sociale di società di nuova quotazione a ridurre il *quorum* deliberativo richiesto dalla disciplina comune per le modifiche dell’atto costitutivo. Analizza inoltre alcuni profili di specialità nell’applicazione alle società di nuova quotazione della disciplina relativa alle modalità di svolgimento delle assemblee di società quotate come riformata dal richiamato decreto legislativo.

This short essay offers a first evaluation of the rule, introduced by the Legislative Decree n. 47/2026, which allows newly listed companies to reduce the approval rate required in the shareholders’ meeting to amend the company’s bylaws. It also examines certain specific aspects arising from the application to newly listed companies of the rules governing the conduct of shareholders’ meetings of listed companies, as amended by the aforementioned Legislative Decree.

SOMMARIO:

1. Profili di specialità nel funzionamento dell’assemblea delle società di nuova quotazione. – 2. La facoltà concessa agli statuti di ridurre il *quorum* deliberativo richiesto per l’approvazione delle modifiche statutarie. – 2. L’autonomia statutaria nella modulazione dei diritti di *voice* e dei diritti di *exit*. – 3. Le modalità di svolgimento dell’assemblea. – 5. Conclusioni.

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale nell’Università dell’Insubria; e-mail: serenella.rossi@uninsubria.it. Il contributo riproduce, con integrazioni di testo e note, la relazione presentata al Convegno intitolato “*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*” promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

1. *Profili di specialità nel funzionamento dell'assemblea delle società di nuova quotazione*

La riforma del t.u.f., attuata con il d.lgs. n. 47/2026, ha inteso rafforzare la competitività delle imprese italiane anche attraverso una serie di interventi volti alla semplificazione e al miglioramento dell'efficienza dei processi decisionali interni alle società quotate.

Tale obiettivo viene perseguito non solo attraverso la riduzione (o "razionalizzazione") di alcuni oneri formali e procedimentali, ma anche attraverso la concessione di maggiori spazi all'autonomia statutaria alla quale è ora consentito di comprimere taluni dei diritti degli azionisti finora presidiati da norme imperative.

Questo progetto si specifica e si amplifica ulteriormente nella disciplina delle società di nuova quotazione [1] con l'obiettivo di convogliare risorse finanziarie nelle forme di capitale di rischio verso le imprese nazionali, di migliorarne l'attrattività presso gli investitori, anche stranieri, di rinforzare e rendere più competitivo il mercato nazionale, nonché di contrastare il fenomeno del c.d. *gold plating* rispetto alle omologhe discipline europee [2].

In queste società, attraverso il contenimento di oneri e vincoli finora operanti nei processi organizzativi e decisionali delle società quotate, la riforma introduce specifici incentivi alla loro quotazione nei mercati regolamentati (favorendo altresì l'*upgrading* da sistemi multilaterali di negoziazione) sul presupposto che proprio tali rigidità, spesso correlate alla tutela di diritti degli azionisti o a regole procedimentali, possano scoraggiare l'accesso ai mercati di quelle imprese in crescita che pur potrebbero beneficiare di un maggior afflusso di capitale di rischio.

La disciplina speciale dedicata dal nuovo t.u.f. alle società di nuova quotazione non contiene tuttavia norme specificamente dedicate allo svolgimento dell'assemblea e al procedimento deliberativo dei soci con l'unica eccezione della regola,

[1] Ai sensi dell'art. 154.1, d.lgs. n. 47/2026 sono "emittenti di nuova quotazione" quelli che abbiano deliberato la richiesta di ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato italiano. Ai sensi dell'art. 16 del citato decreto, la richiamata disciplina si applica anche alle piccole e medie imprese di cui all'art. 1, lett. w *quater*.1) del d.lgs.58/98 (piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate che abbiano una capitalizzazione di mercato inferiore a 1 miliardo di euro) che non abbiano superato il limite di capitalizzazione *ivi* previsto nei tre esercizi precedenti l'entrata in vigore del decreto, sempre che tale limite non sia superato al momento di modifica dello statuto e a condizione che le delibere di adeguamento alla disciplina speciale siano adottate con un maggioranza speciale (voto favorevole della maggioranza dei soci presenti in assemblea diversi dal socio o dai soci che detengono, anche congiuntamente, la partecipazione di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% del capitale sociale, individuati dalla Consob con apposito regolamento). La norma precisa inoltre che, anche nel caso in cui vi sia stato il voto contrario della maggioranza sopra indicata, la deliberazione si intende approvata se i soci dissenzienti non rappresentino, anche congiuntamente, il 10% del capitale sociale.

[2] Cfr. la Relazione illustrativa allo Schema di Decreto Legislativo dell'ottobre 2025, 59, ss.

prevista all'art. 154.4, co. 1, che abilita gli statuti di queste società a prevedere che le modifiche statutarie siano deliberate, anche in prima convocazione, con il voto favorevole di almeno la maggioranza del capitale rappresentato in assemblea, salvo il caso in cui la società abbia emesso azioni a voto plurimo o a voto maggiorato.

Alle assemblee di società neo-quotate si applicano, del resto, le disposizioni comuni previste dalla Riforma per tutte le società quotate, che già consentono agli statuti di semplificare le modalità di svolgimento dell'assemblea, per migliorarne l'efficienza e la fluidità decisionale.

E, nelle società neo-quotate, per le caratteristiche dei loro assetti proprietari, della composizione del loro azionariato e anche per la combinazione delle norme generali con altre norme previste dal regime speciale, questa semplificazione potrebbe vedere anche potenziati i suoi effetti.

2. *La facoltà concessa agli statuti di ridurre il* quorum *deliberativo richiesto per l'approvazione delle modifiche statutarie*

La disposizione che consente agli statuti di società neo-quotate di ridurre il *quorum* deliberativo per le modifiche statutarie (da 2/3 alla metà del capitale rappresentato in assemblea) è chiaramente ispirata a favorire la facilità deliberativa nell'adozione di tali delibere, comprese quelle di adeguamento alla disciplina speciale.

Nella disciplina comune del calcolo delle maggioranze di assemblea straordinaria di società quotate, la previsione di un *quorum* deliberativo che resta fisso nella sua percentuale (2/3), ma è reso elastico dal calcolo sul capitale rappresentato in assemblea (regolarmente costituita con un *quorum* decrescente nelle successive convocazioni – o nella convocazione unica – fino a 1/5 del capitale sociale) ha, come è noto, una duplice funzione. Da un lato elimina la rigidità di un calcolo delle maggioranze sull'intero capitale sociale e facilita la deliberazione, per la quale basterebbe il 13,33% circa del capitale sociale (2/3 di 1/5 del capitale sociale), dall'altro collega la misura del consenso richiesto per approvare la deliberazione all'effettiva partecipazione dei soci all'assemblea (*quorum* deliberativo "reale"). La capacità di deliberare è così subordinata alla misura del capitale effettivamente rappresentato in assemblea.

Questo sistema, se consente di deliberare più facilmente in occasione di assemblee poco partecipate, al tempo stesso diventa particolarmente esigente (più di quanto sia richiesto nelle società per azioni non quotate) quando l'assemblea veda un'ampia partecipazione degli azionisti. E il suo punto di equilibrio risiede nella misura assoluta del quoziente deliberativo che deve garantire un numero di consensi comunque adeguato all'approvazione di delibere rilevanti, quali sono quelle di modifica dell'atto costitutivo.

La disciplina dei quozienti di assemblea straordinaria appena descritta, originariamente introdotta per le società quotate dal d. lgs. 58/98 e successivamente estesa, dal d.lgs. n. 6/2003, alle società con azioni diffuse fra il pubblico in misura rilevante, era stata così concepita anche per valorizzare la partecipazione di azionisti significativi all'assemblea per favorirne la dialettica con l'organo amministrativo e con i soci di controllo.

Alla loro presenza in assemblea, segno di uno specifico interesse per la materia posta in deliberazione, si collegava infatti l'effetto di elevare il numero di consensi richiesto fino ad arrivare alla possibile formazione di minoranze di blocco rispetto alla decisione messa ai voti.

La disciplina del calcolo delle maggioranze era quindi pensata considerando il possibile intervento di investitori attivi [3], titolari di partecipazioni di ammontare sufficiente a realizzare questo potenziale risultato, quindi segnatamente degli investitori istituzionali, particolarmente sensibili, tra l'altro, alle innovazioni apportate agli strumenti di *governance* che normalmente richiedono una modifica statutaria e rientrano quindi nelle competenze dell'assemblea straordinaria, così come di altre eventuali operazioni straordinarie di natura più specificamente gestionale (operazioni sul capitale, fusioni, scissioni).

La possibile riduzione del *quorum* deliberativo ora consentita per le modifiche statuarie nelle società di nuova quotazione, sebbene utile a favorire quelle operazioni di modifica dell'atto costitutivo funzionali ad attivare percorsi di crescita (fusioni, scissioni, ecc.) depotenzia di per sé l'originario meccanismo di tutela dei soci di minoranza e frustra in parte l'obiettivo per il quale è stato concepito perché rende agli azionisti dissenzienti presenti in assemblea indubbiamente più difficile raggiungere il quoziente necessario a contrastare l'adozione della deliberazione.

Questo effetto potrebbe inoltre risultare accentuato nelle società destinatarie della speciale disciplina in relazione alle caratteristiche dei loro assetti proprietari, in particolare nelle PMI quotate (legittimate ad adottare la disciplina speciale se dotate dei requisiti richiesti dall'art. 16, d.lgs. n. 47/2026), dove l'azionariato è normalmente concentrato, con maggioranze stabili e numericamente elevate e nelle quali la presenza di investitori istituzionali o di minoranze attive (sebbene registrata in lieve crescita) non risulta al momento particolarmente significativa, come osservato in alcune recenti rilevazioni [4].

---

[3] Cfr. P. Abbadessa, *La società per azioni tra passato e futuro: l'assemblea*, in M. Porzio, M. Rispoli Farina, G. Rotondo (a cura di), *La riforma delle società per azioni non quotate*, Giuffrè, 2000, 61, ss., *ivi* a 67, che giudica tale innovazione finalizzata a contemperare la tutela della fluidità deliberativa con la concessione di un "premio" alle minoranze attive rappresentato da un "elevato potere interdittivo". Cfr. inoltre P. Montalenti, Corporate governance: *la tutela delle minoranze nella riforma delle società quotate*, in *Giur. comm.*, I, 1998, 329, ss., *ivi* a 342, ss.

[4] Cfr. il *Rapporto PMI e mercato dei capitali*, elaborato da Osservatorio Consob e Cetif-Università Cattolica nel 2026 (consultabile in *consob.it*), 13, ss., nonché il documento Consob *Tendenze e sfide per il settore finanziario italiano – Rapporto Congiuntura*, 2024, in *consob.it*, 21 ss. dove si

L'insieme di tutti questi fattori potrebbe pertanto influenzare gli esiti del sistema di calcolo dei quozienti di assemblea straordinaria a favore dei soci di controllo. Da un lato, infatti, la ridotta partecipazione alle assemblee di soci di minoranza qualificata, attivi nell'esercizio dei loro diritti, può ridurre il *quorum* deliberativo "reale" e agevolare l'approvazione della proposta messa ai voti, dall'altro la possibilità per lo statuto di ridurre il *quorum* deliberativo "formale" spingerebbe ulteriormente in basso la misura del capitale richiesto per poter deliberare.

Va inoltre considerato che la riduzione della possibilità di influire sull'adozione delle delibere di modifica statutaria può tradursi in un disincentivo per gli investitori istituzionali rispetto all'investimento in società che adottino questo regime [5], alimentando gli effetti sopra segnalati e conservando la possibilità di modificare lo statuto stabilmente nelle mani del socio di controllo.

Questo, del resto, è un effetto voluto dal legislatore che accetta questo rischio. Le misure introdotte per incentivare la quotazione delle società e contrastare il *delisting* non si limitano infatti a interventi di "semplificazione" in senso proprio, intesa come snellimento dei processi decisionali e riduzione di alcuni oneri ad essi associati, ma comportano la compressione di alcuni diritti delle minoranze, in misura talora superiore a quanto consentito alle stesse società non quotate, rassicurando così gli azionisti di controllo che, sul piano della *governance*, l'accesso ai mercati li vedrà comunque un po' più protetti e meno esposti ai condizionamenti legati alle eventuali iniziative di *challenging* dei soci di minoranza.

2. *L'autonomia statutaria nella modulazione dei diritti di* voice *e dei diritti di* exit

La disposizione che abilita gli statuti di società neo-quotate a ridurre il *quorum* deliberativo richiesto per le modifiche statutarie va osservata anche in collegamento con le disposizioni che dettano regole speciali per altri diritti dei soci di queste società.

La riforma interviene infatti contemporaneamente non solo sui c.d. diritti di *voice*, consentendo la riduzione della misura del *quorum* deliberativo per l'approvazione delle modifiche statutarie, ma anche sui diritti di *exit*, segnatamente sul diritto di recesso del socio, rendendone più facile e più estesa la disattivazione.

L'art. 154.4, co. 2, abilita infatti lo statuto sociale a escludere l'applicazione del

segnala che "a fine ottobre 2024, gli investitori istituzionali detenevano circa l'11,2% del capitale delle PMI quotate su EXM rispetto al 24,1% delle non PMI".

[5] Cfr. in questo senso M. Maugeri, *Il "nuovo" diritto del mercato finanziario italiano*, in P. Deriu (a cura di), *Riflessioni in Sapienza. I cinquant'anni della Consob*, in *Quaderni Giuridici Consob*, 2025, 123, ss., *ivi* a 132, s.; Id, *Società e mercato finanziario*, in *Enc. del dir. – Società*, 2025, 1027, ss. *ivi* a 1030.

co. 1 dell'art. 2437 c.c. (relativo alle cause di recesso cd. obbligatorie), con l'unica eccezione delle delibere che modifichino l'oggetto sociale quando risulti alterato in modo rilevante il rischio d'impresa (a meno che la delibera sia stata adottata con il voto favorevole della maggioranza dei soci "diversi" dal socio di maggioranza, anche relativa, purché superiore al 10% del capitale sociale) [6].

Gli effetti combinati di queste due opzioni concesse alle società di nuova quotazione generano un assetto di tutele e di presidi di *governance* ispirato a un approccio diverso da quello finora adottato dal legislatore, che tradizionalmente ha concepito i diritti di *exit* e i diritti di *voice* in rapporto di reciproca compensazione e di relativo bilanciamento [7].

Nella nuova disciplina speciale, infatti, la possibilità per la società di deliberare (contemporaneamente o in sequenza) sia l'esclusione del diritto di recesso, sia la riduzione del *quorum* deliberativo per l'approvazione delle modifiche statutarie è in grado di esaltare gli effetti della riduzione di alcune prerogative finora riservate agli azionisti di società quotate.

Nel dettaglio, la disciplina stabilisce che gli emittenti che hanno deliberato la richiesta di quotazione in un mercato regolamentato, se intendono avvalersi delle facoltà concesse dalla disciplina speciale, possono modificare lo statuto (introducendo una o più delle modifiche statutarie dalla stessa consentite) sia anteriormente che successivamente alla richiesta di quotazione. Nel primo caso, ai soci che non hanno concorso all'approvazione della deliberazione spetta il diritto di recesso. Quando invece le modifiche statutarie vengano deliberate successivamente all'ammissione alla quotazione, ai soci che non hanno concorso all'approvazione della deliberazione il diritto di recesso spetta solo se la società non lo abbia precedentemente escluso [8].

Le PMI emittenti azioni quotate che non abbiano superato una capitalizzazione di mercato di 1 miliardo di euro nei tre esercizi precedenti l'entrata in vigore del decreto possono modificare lo statuto in conformità alle disposizioni speciali con delibera adottata secondo maggioranze speciali (cioè attraverso il c.d. *whitewash* [9]).

---

[6] L'esclusione del diritto di recesso di fronte alle delibere di adeguamento alla disciplina speciale sembra collegarsi alla disapplicazione integrale del co. 1 dell'art. 2437 c.c. Non dovrebbe quindi operare nel caso in cui lo statuto abbia escluso solo una delle ipotesi di recesso *ivi* previste.

[7] È l'approccio sotteso alla riforma del diritto societario del 2003, dove l'ampliamento delle cause di recesso (esteso in gran parte alle società quotate o aperte al mercato) veniva giustificato anche come misura compensativa della compressione di alcuni diritti di *voice* (ad es., del diritto di impugnare le delibere assembleari invalide).

[8] Ai sensi dell'art. 154.4, co. 3, l'esclusione dell'applicazione del co. 1 dell'art. 2437 c.c. trova un limite nelle deliberazioni di modifica dell'oggetto sociale quando alterino in modo rilevante il rischio di impresa, salvo che tale esclusione sia approvata dall'assemblea straordinaria con il consenso della maggioranza dei presenti diversi dal socio o dai soci che detengano congiuntamente la partecipazione di maggioranza anche relativa purché superiore al 10% (cd. *whitewash*).

[9] Cioè l'approvazione della delibera da parte della maggioranza dei soci *diversi* dal socio di maggioranza anche relativa – purché superiore al 10%; in mancanza di approvazione della maggioranza

In questo caso agli azionisti che non abbiano approvato la modifica dello statuto spetta il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2437 c.c. Per le modifiche approvate successivamente si applica la disciplina generale delle società neo-quotate e pertanto anche in questo caso, a fronte di delibere di ulteriore modifica dello statuto, il diritto di recesso spetta solo se la società non lo abbia precedentemente escluso.

Come evidenziato, le disposizioni del t.u.f. destinate alle società di nuova quotazione non escludono un accoglimento parziale e progressivo negli statuti societari delle regole speciali e pertanto risulta ammessa l'adozione di distinte e susseguenti delibere di modifica statutaria con cui la società adotta separatamente talune delle regole di *governance* ora consentite alle società neo-quotate.

Questa possibilità genera una serie di ricadute sull'esercizio del diritto di recesso e sulla stessa misura del *quorum* necessario per l'approvazione delle deliberazioni di adeguamento dello statuto alla nuova normativa.

Quanto al diritto di recesso, ove la società abbia preventivamente approvato la modifica statutaria che lo esclude per le cause previste al co. 1 dell'art. 2437 c.c., il socio che non concorra all'approvazione delle successive modifiche statutarie di adeguamento al nuovo regime avrebbe comunque perso il diritto di recedere dalla società, come disposto espressamente dall'art. 152.2 co. 2.

Quanto alla misura del *quorum* deliberativo, se la società (con le maggioranze di cui alla disciplina di diritto comune) ne abbia preliminarmente deliberato la riduzione per tutte le modifiche statutarie secondo quanto previsto dall'art. 154.4, co. 1, tutte le modifiche dello statuto successive, comprese quelle finalizzate all'adeguamento alle disposizioni speciali, potrebbero essere approvate con il voto favorevole della maggioranza del capitale rappresentato in assemblea.

Le delibere di esclusione del diritto di recesso e di riduzione del *quorum* deliberativo per le modifiche statutarie avrebbero pertanto un valore strategico per la società neo-quotata che voglia sfruttare al massimo e senza tanti impedimenti le opportunità concesse dalla nuova disciplina e, più in generale, per agevolare l'adozione delle delibere di modifica dello statuto sociale senza perdere la dotazione di capitale di rischio. C'è quindi da aspettarsi che queste siano le delibere che la società neo-quotata potrebbe adottare in via preliminare, nell'ordine che valuterà più conveniente in relazione alle sue specifiche necessità.

E sul punto è già stato fatto notare che, di fronte al rischio di ritrovarsi prigionieri di una società autorizzata a comprimere ulteriormente alcune prerogative e alcuni diritti posti a tutela dei soci e delle minoranze (in particolare nelle PMI, i cui titoli sono tipicamente meno liquidi), i soci potrebbero decidere di esercitare il diritto di recesso a seguito della delibera che ne disponga l'esclusione perché questa sarebbe l'ultima occasione utile per uscire dalla società.

In tal caso la disciplina speciale potrebbe avere una sorta di "effetto paradosso",

---

dei soci diversi la delibera viene comunque approvata se i soci "*diversi*" che abbiano espresso voto contrario non rappresentino anche congiuntamente il 10% del capitale sociale.

privando la società, almeno nell'immediato, di quelle risorse finanziarie che essa stessa si accinge a cercare sul mercato [10].

3. *Le modalità di svolgimento dell'assemblea*

Al procedimento assembleare delle società di nuova quotazione in un mercato regolamentato si applica la disciplina generale prevista dal nuovo t.u.f. per le assemblee di società quotate e segnatamente l'art. 125 *bis*.1, co. 2, del d.lgs. 58/98 nella sua versione riformata.

Inoltre, secondo quanto disposto dal co. 6 del citato articolo, i suoi co. 1, 2, 3 e 5 si applicano anche alle società le cui azioni sono ammesse alla negoziazione su un sistema multilaterale di negoziazione, pertanto anche alle PMI quotate sul mercato EGM.

Ai sensi della richiamata disciplina, lo statuto sociale può individuare la "modalità esclusiva con cui l'assemblea può essere svolta". In mancanza, "l'organo di amministrazione, avuto riguardo a criteri di efficienza e trasparenza, delibera le modalità di svolgimento dell'assemblea".

In quest'ultimo caso, la delibera dell'organo di amministrazione che disponga lo svolgimento dell'assemblea esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione, ovvero l'obbligo di esercitare il diritto di intervento e di voto esclusivamente per il tramite del rappresentante designato ai sensi dell'art. 135 *undecies*, deve ottenere il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti o l'approvazione del consiglio di sorveglianza. Può inoltre essere prevista l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica secondo le disposizioni di cui all'art. 2370 c.c.

Per avvalersi della facoltà di stabilire le modalità di svolgimento dell'assemblea, l'organo amministrativo, sempre con il voto favorevole della maggioranza degli amministratori indipendenti o del consiglio di sorveglianza, deve adottare un regolamento in cui si determinano le condizioni e le modalità della partecipazione del socio alle assemblee, idoneo ad assicurare tutele e garanzie adeguate all'esercizio ordinato e trasparente dei diritti degli azionisti previsti dalla legge.

La formulazione della norma, che consente allo statuto di prevedere la "modalità esclusiva" di svolgimento dell'assemblea, sembra richiedere sul punto una scelta definitiva, vincolante per l'organo amministrativo.

Questa interpretazione potrebbe tuttavia contrastare con la valorizzazione della flessibilità che la riforma ha voluto introdurre anche nella gestione dei processi

[10] Cfr. sul punto F. Vella, *Memoria recante osservazioni sulla Riforma organica delle disposizioni in materia di mercati dei capitali e delle disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile e disposizioni di coordinamento*, (28 novembre 2025) presentata alle Commissioni Riunite presso Camera e Senato della Repubblica, (*senato.it*), 7.

decisionali delle società quotate [11] e, con specifico riguardo alle società neo-quotate, con i maggiori poteri concessi all'autonomia statutaria dalla loro speciale disciplina.

Vi sarebbero quindi i presupposti sistematici per consentire allo statuto sociale di attribuire all'organo amministrativo (dotato, del resto, dalla stessa legge di una competenza concorrente in materia) la scelta sulle modalità di svolgimento dell'assemblea, anche abilitandolo a disporre sul punto in occasione di ciascuna assemblea, dettando eventualmente i criteri ai quali esso si debba attenere [12].

La rimessione agli amministratori della decisione sulla scelta delle modalità di svolgimento dell'assemblea potrebbe risultare del resto particolarmente conveniente alla società neo-quotata, nella quale la composizione dell'azionariato è destinata a evolversi in relazione all'auspicato ingresso di nuovi investitori, consentendole così di determinare le decisioni relative allo svolgimento dell'assemblea anche sulla base dei rapporti con i nuovi azionisti.

C'è da considerare, ad esempio, che gli investitori istituzionali hanno dimostrato una specifica attenzione alle innovazioni apportate dalla Riforma alle regole di funzionamento dell'assemblea, già manifestata con riguardo alle disposizioni introdotte sul punto dalla legge Capitali [13], e il tema potrebbe assumere un

---

[11] Sull'argomento cfr. C. Marchetti, M. Ventoruzzo, *La nuova disciplina delle modalità di svolgimento dell'assemblea: Domande e (prime) risposte*, in *Riv. soc*., 2025, 997, ss. Un'interpretazione letterale e restrittiva del testo, riferita all'opzione consentita dall'art. 11, co. 1, della legge Capitali, che autorizzava le società quotate a prevedere che il voto potesse esercitato *esclusivamente* mediante conferimento di delega al rappresentante designato, era stata già ritenuta opinabile e contestata dalla dottrina. Cfr. in tal senso L. Calvosa, *Il rappresentante designato c.d. esclusivo e il nuovo procedimento assembleare*, in P. Montalenti, M. Notari (a cura di), *Competitività dei capitali e riforma del testo unico della finanza*, Giuffrè, 2025, 11, ss., *ivi* a 113, ss., favorevole a ritenere che lo statuto potesse attribuire all'organo amministrativo la scelta sul ricorso al rappresentante designato obbligatorio, dettando eventualmente i criteri cui si sarebbe dovuto attenere. In senso analogo M. Notari, *Il rappresentante designato c.d. esclusivo e il nuovo procedimento assembleare*, in P. Montalenti, M. Notari (a cura di), *Competitività dei capitali*, cit., 123, ss., *ivi* a 132 ss. e C. Marchetti, M. Ventoruzzo, *Note sulle assemblee tramite rappresentante designato*, in *Società*, 2024, 821, ss. *ivi* a 824, ss.

[12] Hanno già adottato questa soluzione alcune società quotate nel vigore della legge Capitali, con l'approvazione di clausole statutarie che abilitavano la società a svolgere le assemblee con l'obbligo di conferimento della delega di voto al rappresentante designato, rimettendo tuttavia la decisione al consiglio di amministrazione in occasione di ogni assemblea (cfr. sul punto i dati riportati nel *Position Paper* di Assonime 8/2025, 10, s. ove la precisazione che in alcuni casi il ricorso al rappresentante designato è stato previsto dagli statuti come modalità esclusiva, facendo salva la possibilità dell'organo amministrativo di decidere diversamente).

[13] Cfr. la lettera pubblica di ICGN del 16 agosto 2024 indirizzata al Sottosegretario del MEF Federico Freni, in cui si contesta la stabilizzazione della possibilità di svolgere le assemblee "a porte chiuse" consentita dalla legge Capitali e si sottolinea che l'assemblea annuale "is a key mechanism by which accountability is upheld for sustained value creation through the conduct of high standards of corporate governance and exercise of shareholder rights". Analoghe contestazioni sono state espresse successivamente all'approvazione della versione provvisoria dello Schema di disegno di

rilievo particolare in società, come quelle di nuova quotazione, in cui i processi di consultazione alternativi con i soci rilevanti, attivabili in sede extrassembleare, potrebbero non essersi ancora pienamente perfezionati.

L'attribuzione agli amministratori della scelta in merito alle modalità di svolgimento dell'assemblea potrebbe inoltre risultare maggiormente protettiva degli stessi interessi dei soci.

Da un lato, infatti, nelle società di nuova quotazione, la rimessione di tale decisione allo statuto sociale potrebbe vedere depotenziata la garanzia offerta agli azionisti di minoranza dal *quorum* deliberativo qualificato richiesto dal regime ordinario, se lo statuto lo abbia preliminarmente ridotto, magari escludendo anche il diritto di recesso [14].

Dall'altro va considerato che la decisione degli amministratori che disponga lo svolgimento dell'assemblea esclusivamente mediante mezzi di telecomunicazione o con l'obbligo di conferire delega al rappresentante designato è comunque presidiata dall'approvazione della maggioranza degli amministratori indipendenti o del consiglio di sorveglianza (v. il co. 2 dell'art. 125 *bis*.) e deve rispettare almeno i criteri legali di cui alla disciplina comune, indicati nell'*efficienza* e nella *trasparenza* della decisione.

L'efficienza, a dire il vero, è un criterio quasi scontato secondo gli obiettivi dichiarati dalla riforma se si considera che le modalità di svolgimento dell'assemblea diverse dalla riunione in presenza sono tutte già ispirate a obiettivi di efficienza perché proprio per soddisfare questa esigenza sono state previste dal nuovo ordinamento. Tale criterio può quindi essere interpretato solo come un'indicazione rivolta all'organo amministrativo a considerare e valutare comunque i profili di efficienza nella decisione che assumerà.

Il criterio della trasparenza evoca invece un obbligo di informazione e pertanto di motivazione, ma a tal fine occorre individuare ulteriori criteri "sostanziali" chiamati a governare nel caso di specie la discrezionalità degli amministratori e a orientare le loro valutazioni da rendere successivamente note in adempimento dei richiamati doveri informativi.

---

legge per la riforma del t.u.f. dell'ottobre 2025 nella lettera pubblica inviata da ICGN il 12 dicembre 2025 a Marco Osnato, presidente della Commissione Finanze della Camera, e a Federico Freni, sottosegretario al Ministero dell'Economia e Finanze (reperibile nel sito *icgn.org*).

[14] Che potrebbe essere altrimenti consentito se si ritiene che la determinazione di modalità di svolgimento dell'assemblea diverse da quelle previste dalla disciplina legale rappresenti una modifica dei diritti di voto e di partecipazione del socio ai sensi dell'art. 2437, co. 1, lett. g). Cfr. in questo senso G. Serafin, *Il ricorso in via esclusiva del rappresentante designato dal Decreto "Cura Italia" alla cd. legge Capitali*, in *Banca, borsa, tit. cred*., 2025, 91, ss. *ivi* a 102, ss. ove altri riferimenti in nota favorevoli ad un'interpretazione ampia della disposizione in esame. In senso contrario, invece, N. Atlante, G. Ferri jr, *La nuova figura del rappresentante designato obbligatorio nella legge capitali: primi problemi interpretativi*, (*notariato.infinity.it*), 5, ss.; C. Marchetti, M. Ventoruzzo, *Note sulle assemblee*, cit., 826; S.P. Rossi, *Art. 11*, in P. Marchetti, M. Ventoruzzo (a cura di), *Commentario alla legge capitali, Legge 5 marzo 2024*, n. 21, Pacini, 2024, 71, ss.

In questa indagine, se l'obiettivo dell'efficienza è già oggetto di un'indicazione che la legge rivolge agli amministratori, l'altro elemento da considerare non può che riguardare quei diritti inerenti alla partecipazione del socio all'assemblea che in nome dell'efficienza possono essere esclusi o limitati. Tra questi rileva, in particolare, il diritto di discussione in assemblea quando sia prescelta la modalità della assemblea "a porte chiuse" o mediante mezzi di telecomunicazione in forma meramente "passiva", un profilo che lo stesso legislatore considera rilevante al co. 2 dell'art. 125 *bis*.1, quando prevede sul punto il presidio speciale fornito dall'approvazione della maggioranza degli amministratori indipendenti (o del consiglio di sorveglianza).

Tali regole, inoltre, troverebbero applicazione in società che si stanno aprendo al mercato e in questa fase di transizione potrebbero non avere nella compagine sociale una presenza significativa di investitori qualificati e attivi in grado di esercitare, anche congiuntamente, il diritto, riconosciuto dalla Riforma agli azionisti titolari di 1/20 del capitale sociale, di richiedere lo svolgimento dell'assemblea in forma fisica quando sia stato previsto che essa si svolga a porte chiuse o attraverso mezzi di telecomunicazione [15].

Più in generale, va considerato che agli amministratori è in questo caso attribuito un potere di determinare regole procedurali che si applicano ben oltre l'ambito dell'impresa e dei suoi assetti organizzativi e incidono sulla disciplina della *governance* della società al suo livello più alto poiché riguardano il funzionamento dell'organo assembleare, e questo giustifica una richiesta, non solo di correttezza, ma anche di ponderazione e moderazione nel suo esercizio.

Queste ragioni di tutela sembrano richiedere, nel caso di specie, almeno il rispetto di un principio di proporzionalità, che si ritiene operante anche nel diritto privato e, in generale, nelle situazioni in cui venga esercitato un potere capace di comprimere interessi e diritti [16].

Agli amministratori dovrebbe quindi essere richiesta una valutazione ispirata a criteri di ragionevolezza, capace di contemperare l'interesse all'efficienza decisionale della società con l'interesse dei soci a non subire restrizioni non necessarie

[15] È inoltre da notare che tale percentuale è già stata giudicata troppo elevata da associazioni rappresentative di investitori istituzionali anche nella sua applicazione alle società quotate di diritto comune (cfr. la lettera pubblica del 12 dicembre 2025, citata alla nt. 14).

[16] Sull'operatività del principio di proporzionalità come principio generale operante anche nell'ambito del diritto delle società di capitali cfr. F. Bianconi, *Proporzionalità e bilanciamento degli interessi nelle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Tesi di dottorato in *Scienze Giuridiche Europee ed Internazionali – Università di Verona*, 2024, 129, ss. (*orizzontideldirittocommerciale.it*); G. Villanacci, *LA Ragionevolezza e proporzionalità nella rilevazione delle situazioni di riduzione* ex officio *della clausola penale*, Jus Civile, 2017, 683, ss.; G. Poli, *Il principio di proporzionalità tra regole di validità e regole di comportamento. Il test della pianificazione urbanistica (parte prima*), in *Diritto pubblico*, 2020, 551, ss., *ivi* a 576, ss.; A. Perulli, *Il controllo giudiziale dei poteri dell'imprenditore tra evoluzione legislativa e diritto vivente*, in *Riv. it. dir. lav*. 2015, 83, ss., *ivi* a 101, ss.

nell'esercizio dei propri diritti di partecipazione alle assemblee (applicando il cd. principio del "minimo mezzo").

5. *Conclusioni*

Le soluzioni interpretative in grado di garantire maggiore flessibilità alle decisioni organizzative riguardanti la *governance* societaria, pur nel rispetto di alcuni basilari presidi inderogabili posti a tutela degli azionisti di minoranza, appaiono in linea con la filosofia complessiva della riforma. Il legislatore ha infatti abbandonato quel criterio prescrittivo adottato in passato che affrontava il possibile disincentivo alla quotazione generato dalle regole introdotte dal d. lgs. 58/98 (il cd. "scalino normativo"), con l'estensione di alcune regole previste per le società quotate alle società emittenti azioni diffuse presso il pubblico in misura rilevante (con disposizioni introdotte dalla riforma del 2003 e ormai in parte abrogate dalla legge Capitali).

Nell'ambito di un riassetto delle priorità del legislatore, che pretermette, almeno in parte, la tutela degli interessi degli azionisti per favorire la crescita e il finanziamento delle imprese sui mercati, la riforma usa un criterio che potremmo per l'appunto definire "di mercato", in cui la possibilità di limitare alcuni diritti delle minoranze, e il suo uso in concreto, saranno valutati e modulati nel rapporto tra la società e i suoi (attuali o potenziali) investitori.

Pertanto, al di là delle valutazioni di impatto che nei lavori preparatori della riforma saranno state verosimilmente effettuate, e di eventuali correzioni che potrebbero ancora essere apportate alla normativa, saranno le decisioni e i comportamenti degli operatori a dire se gli obiettivi saranno raggiunti, a indicare quali nuovi equilibri tra i contrapposti interessi si potranno creare e a rivelare in quale misura la semplificazione e il contenimento di alcune regole di *governance* previste a tutela degli azionisti, anche nella combinazione con altri fattori capaci di condizionare la scelta sulle modalità di finanziamento della società, possano realmente contribuire a incentivare le imprese a finanziarsi sui mercati.

Osservazioni sugli interventi della seconda sessione di lavoro

Remarks on the contributions to the second working session

Marco Maugeri*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-21

ABSTRACT

Le presenti considerazioni, svolte dall'Autore in chiusura della seconda sessione del Convegno, ruotano intorno all'interrogativo se l'apparente arretramento registrato dalla tutela dell'investitore nella disciplina delle società neo-quotate possa trovare un bilanciamento in altri istituti come la responsabilità da prospetto, le clausole generali del diritto societario (correttezza, buona fede), il ruolo degli amministratori indipendenti. Viene sottolineata altresì la rilevanza, nella prospettiva dell'azionista come investitore, di un mercato liquido delle partecipazioni e l'opportunità, nella prospettiva dell'azionista come socio, di un ripensamento delle funzioni assembleari.

These remarks, presented by the Author at the conclusion of the second session of the Conference, revolve around the question of whether the apparent decline in investor protection under the regulations governing newly listed issuers can be offset by other legal mechanisms such as the prospectus liability, standards of corporate law (fairness, good faith), and the role of independent directors. The author also emphasizes the importance, from the perspective of the shareholder as an investor, of a liquid market for their interests, and the desirability, from the perspective of the shareholder as a member of the company, of rethinking the functions of the shareholders' meeting.

* Professore ordinario di diritto commerciale, Università degli studi di Roma Tre; e-mail: marco.maugeri@uniroma3.it. Il contributo riproduce le conclusioni svolte al termine della seconda sessione di lavoro del Convegno intitolato "*Gli emittenti di nuova quotazione nella riforma del Testo unico della Finanza: un laboratorio per la governance societaria?*" promosso dalla *Rivista* e svoltosi presso la Sapienza Università di Roma, il 17 giugno 2026.

Desidero in primo luogo unirmi ai ringraziamenti di Giuliana e di Giovanni a tutte le Colleghe e ai Colleghi che hanno accettato il nostro invito contribuendo ad arricchire il dibattito con i loro spunti e le loro riflessioni. Spetta a me tentare di tracciare rapidamente le conclusioni di questa seconda sessione di lavoro dedicata al governo societario degli emittenti di nuova quotazione. Mi limiterò, nel farlo, a poche considerazioni di fondo.

Come ha già sottolineato Francesco Vella nella precedente sessione, la disciplina degli emittenti di nuova quotazione non prevede un regime di *sunset*, e cioè una caducazione delle clausole statutarie al decorrere di un determinato lasso di tempo. Questo aspetto ha un'implicazione sistematica precisa perché la disciplina in esame può costituire il modello futuro di larga parte delle società quotate (soprattutto considerando come la società emittente che sia PMI, e quindi legittimata ad avvalersi delle opzioni statutarie al tempo della delibera, potrebbe perdere tale qualifica in seguito senza alcun effetto sulla stabilità delle clausole). Da questo punto di vista, bisogna chiedersi se siano necessari dei contrappesi. Partiamo allora dalla dialettica più volte ricordata anche in altre sedi tra tutela dell'investitore e interesse delle imprese alla semplificazione normativa. Non sono sicuro dell'equazione concettuale per cui, eliminando il diritto di recesso o il *quorum* rafforzato dell'assemblea straordinaria o la disciplina delle operazioni con parti correlate, verrebbe meno ogni tutela per l'azionista. In realtà, si sposta l'asse della tutela dell'investitore da un sistema di protezione *successiva*, nel quale l'investitore insoddisfatto della gestione e dei rendimenti del proprio investimento disinveste da imprese inefficienti e reinveste in altre imprese, a un regime di tutela *preventiva*. Non va escluso, cioè, uno spostamento dell'asse disciplinare perché potrebbero assumere molta più rilevanza altri istituti come, ad es., la responsabilità da falsità od omissioni nel prospetto informativo di offerta al pubblico e ammissione a negoziazione delle azioni. Non dimentichiamo che, per quotarsi (o per passare da un sistema multilaterale di negoziazione a un mercato regolamentato, c.d. "translisting"), le imprese devono redigere un prospetto "pieno", recante cioè tutte le indicazioni richieste dal Regolamento (UE) n. 1129/2017 (c.d. "Regolamento Prospetti"), senza potersi avvalere di agevolazioni come la facoltà di redigere un prospetto di *follow-on* (le cui dimensioni non possono eccedere le cinquanta pagine e recante le informazioni di cui all'Allegato IV del Regolamento Prospetti) o addirittura di predisporre un documento di appena undici pagine come quello previsto dal nuovo Allegato IX del Regolamento Prospetti. Allora, forse, la responsabilità da prospetto avrà un significato maggiore rispetto a quello – in vero limitato – che ha assunto sino ad oggi.

Seconda implicazione sistematica. Forse non è azzardato ipotizzare che le clausole generali che governano il comportamento degli organi sociali avranno una rilevanza più estesa che in passato. Penso ai doveri fiduciari degli amministratori, o alla teorica dell'abuso di maggioranza in sede assembleare e alla stessa rivalutazione del ruolo assembleare, quanto meno in funzione consultiva delle scelte gestorie degli

amministratori, o ai doveri dell'organo amministrativo e dello stesso organo di controllo in materia di *risk management*. Si può discutere sulla precisione semantica di una norma come l'art. 147-*sexies* t.u.f. o sulla sua reale portata innovativa, ma non si può mettere in discussione la rilevanza sistematica e operativa del dovere – a contenuto *generale* – degli amministratori di allestire un sistema efficace ed efficiente di gestione dei rischi e sul complementare dovere dell'organo di controllo di vigilare sulla sua adeguatezza.

Terzo filone di ragionamento che vale la pena di considerare e che segnala una debolezza ancora presente nel sistema italiano di tutela della minoranza. Manca una forma di procedimento giudiziale che consenta ai soci di ottenere in tempi celeri una determinazione "corretta" del valore delle azioni ove sorga una controversia al riguardo tra emittente e azionisti di minoranza. In altri termini, un investitore istituzionale può anche acconsentire a operazioni straordinarie che ridefiniscano le condizioni del suo investimento (come nel caso del concambio da fusione) o gli consentano di monetizzarlo (come nel caso del recesso) e finanche di tollerare vicende il cui esito consista in una "ablazione" della partecipazione (come nel caso dello *squeeze-out*) purché però sia disponibile un procedimento (quale, per intenderci, lo *Spruchverfahren* tedesco o l'*appraisal proceeding* negli Stati Uniti) che consenta di accertare se la valorizzazione delle azioni da parte degli amministratori sia adeguata. Nel giudicare l'impianto normativo concernente gli emittenti di nuova quotazione mi chiederei allora quali altri istituti, quali altre regole possano essere evocate al fine di proteggere l'affidamento degli investitori sulla correttezza non solo degli scambi di mercato ma anche dei processi decisionali inerenti alla determinazione del valore delle azioni: un aspetto, questo, sul quale inevitabilmente influisce la "qualità" della *governance* dell'emittente.

E veniamo, dunque, alle singole relazioni di questa sessione, tutte davvero interessanti e dedicate, appunto, al tema della *governance* nella prospettiva delle società neo-quotate.

Partirei da quella di Alessandra Balbo che ha esplorato in modo attento il compito che attende la Cabina di regia nel vagliare possibili interventi correttivi della riforma. Personalmente sono d'accordo sul fatto che il problema del rapporto tra mercati "pubblici" e mercati "privati" non debba essere impostato necessariamente in termini di un'alternativa secca. Come osservava Andrea Perrone nella sua relazione, il finanziamento dei fondi di *private equity* e quello del mercato regolamentato possono anche intervenire in diverse fasi della vita di un'impresa: il fondo di PE investe se c'è un'idea imprenditoriale di successo e può scegliere poi come modalità di exit proprio la quotazione in borsa. Quindi un rapporto concepito come evoluzione (o successione) di queste forme di finanziamento e non necessariamente come (o solo come) competizione. D'altra parte, anche il tema delle regole e dei vincoli di *governance* (e quindi di noi giuristi) non va eccessivamente sopravvalutato. Ciò che appare veramente centrale ai fini della quotazione di un'impresa è l'idea di fondo dell'imprenditore e la capacità del mercato di attribuirle un prezzo.

Oltre naturalmente all'esigenza di avere un mercato liquido ed efficiente, capace di attrarre i grandi investitori istituzionali, perché in mancanza di queste caratteristiche del mercato avremo sempre poche quotazioni.

La relazione dell'avv. Leonardo Benvenuto ha tracciato in modo chiaro un quadro della riforma dal punto di vista degli emittenti. Solo una parola sulla disciplina del recesso. Al di là della facoltà statutaria di *opt-out* (art. 154.4, co. 2, t.u.f.) e nel rispetto della procedura di *whitewash* ove la deroga si estenda anche all'ipotesi di cambiamento dell'oggetto sociale che alteri in modo rilevante il rischio d'impresa (art. 154.4, co. 3, t.u.f.), qual è il senso del diritto di recesso in una società quotata? Ricordo a tutti che, ad es., negli Stati Uniti (o almeno nel Delaware) non è riconosciuta una tale eventualità (vige la c.d. "*market-out exception*"). Soprattutto bisogna chiedersi a che serva attribuire il diritto di recesso al socio di una società quotata se, come accade in Italia, si àncora poi il valore di liquidazione alla "media aritmetica" dei sei mesi antecedenti alla pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea chiamata ad assumere la deliberazione all'origine del recesso. Se la funzione del recesso è quella di "garantire" all'azionista il valore effettivo delle azioni, o comunque (e forse meglio) il valore "di scambio" delle stesse, non ha molto senso farlo recedere sulla base di una media aritmetica dei sei mesi precedenti, che certamente non esprime quel valore; mentre se esiste un mercato efficiente, ossia un mercato che riflette il valore fondamentale delle azioni, nessun azionista eserciterà il recesso perché preferirà disinvestire sulla base del prezzo di mercato attuale (almeno ove sia superiore al valore di recesso). In questa prospettiva, la circostanza che venga statutariamente meno il diritto di recesso negli emittenti di nuova quotazione (o nelle PMI che ne abbiano adottato il regime) non equivale necessariamente a una riduzione di tutela dell'investitore ove si assuma che il mercato sia efficiente nel determinare il valore effettivo delle azioni. È, ancora una volta, piuttosto un problema di efficienza e di liquidità del mercato.

Le lucide considerazioni di Anna Genovese sui profili concernenti la disciplina delle operazioni con parti correlate negli emittenti di nuova quotazione, pur nel quadro dei diversi punti critici sollevati dalla scelta normativa, confermano a mio avviso la sensazione di una potenziale, maggiore rilevanza futura di principi e clausole generali. È vero, infatti, che la riforma consente all'autonomia statutaria di attenuare significativamente la portata vincolante della disciplina OPC ma resta pur sempre fermo l'obbligo di correttezza "sostanziale" e quindi il ruolo, appunto, dello standard di *fairness* come "valvola" di riequilibrio del sistema di tutela. Altra osservazione. Anna Genovese ha messo bene in luce la portata sistematica della disciplina OPC. Non parlerei comunque, al riguardo, di valenza "tipologica" della disciplina perché il tipo, almeno a mio avviso, è un concetto rilevante per il diritto societario e non per il diritto del mercato finanziario. E anzi auspicherei che gli studiosi che decidessero di cimentarsi con la materia degli emittenti di nuova quotazione non impostino l'analisi cercando di capire se ci si trovi di fronte a un nuovo "tipo" di società (secondo l'esempio del dibattito, che credo ormai sopito, sulla

società quotata come tipo autonomo di società). Aggiungo una osservazione di carattere pratico. È vero che il nuovo regime "volontario" delle operazioni con parti correlate apre al rischio di estrazione di benefici privati a vantaggio del socio di controllo. Ma è anche vero che si tratta di una disciplina che crea costi indiscutibili per gli emittenti. Forse, anche al di là degli emittenti di nuova quotazione, sarebbe più utile per tutte le società quotate un regime normativo che si concentri sulle operazioni di maggiore rilevanza (quelle, cioè, che pongono rischi significativi di estrazione di benefici privati) e alleggerisca, al tempo stesso, sensibilmente gli oneri formali di documentazione (e i doveri sostanziali di motivazione) per le operazioni di minore rilevanza.

Giuseppe Guizzi ci ha intrattenuti da par suo sull'argomento dei doveri degli amministratori degli emittenti di nuova quotazione, offrendo come sempre molti spunti il cui esame richiederebbe una trattazione a sé. Per fermarsi un momento sul tema dell'informazione. Ricordo bene le pagine del Prof. Libonati sul valore dell'informazione. Quello che vorrei sottolineare è che l'informazione non è un bene in sé ma lo diventa solo in quanto accresca il sapere preesistente. Così, in materia di disciplina MAR, non ogni informazione va comunicata al mercato ma solo quella che un investitore ragionevole considererebbe nell'assumere le proprie decisioni di investimento e che quindi modifica in modo significativo il bagaglio di conoscenze preesistenti. Anche per quanto attiene alla trasparenza delle decisioni concernenti la gestione dell'impresa, e in particolare alle operazioni con parti correlate, allora, non possiamo immaginare che qualunque informazione sia rilevante per gli investitori. Penso che il trattamento delle informazioni, e in particolar modo delle informazioni da comunicare al mercato, sia un problema rilevante per le società quotate. Inoltre, anche se si regolamentasse in modo analitico e dettagliato la materia, vi sarebbe sempre il tema dei rimedi in caso di violazione della procedura e l'esigenza di avere un ceto giurisprudenziale che sia disposto a riconoscere tutela ai soci entrando nel merito dell'operazione e della sua correttezza sostanziale, senza fermarsi a questioni preliminari di natura processuale. E qui torniamo ancora una volta al tema delle clausole generali e dei doveri degli amministratori, in particolar modo degli amministratori indipendenti il cui ruolo, a mio avviso, è destinato ad aumentare dopo la riforma. Un esempio emblematico al riguardo è offerto dalla nuova procedura di acquisto totalitario ai sensi dell'art. 112-*bis* t.u.f. È una procedura che potrà trovare compiuta attuazione solo se gli amministratori indipendenti sapranno interpretare correttamente il loro ruolo di "negoziatori" per conto dei soci di minoranza o comunque di garanti della congruità del prezzo offerto dal proponente. L'amministratore delegato può trovare il proponente, può sollecitare la formulazione di proposte ma poi l'operazione non va avanti, non viene sottoposta all'assemblea se manca un nucleo di amministratori indipendenti in grado di gestire il processo negoziale e comunque di vigilare sulla sua correttezza.

Le belle riflessioni di Serenella Rossi, dedicate, diciamo, al "convitato di pietra" del diritto societario italiano, cioè l'assemblea dei soci, si inseriscono, infine,

linearmente nel filo conduttore dei lavori di questa sessione. A ben vedere, anche nel caso della disciplina dell'assemblea di società quotate (e non solo negli emittenti di nuova quotazione) si passa da un sistema di diritti soggettivi dei soci (di informazione, di intervento, di voto) a un sistema di clausole generali. I concetti di "efficienza" e "trasparenza" evocati dal co. 2 dell'art. 125-*bis*.1 t.u.f. sono pur sempre clausole generali che riconducono a un interrogativo di fondo: quali funzioni sia chiamata a svolgere l'assemblea nel diritto azionario moderno. Perché possiamo anche contestare la scelta normativa di comprimere il diritto del socio di intervenire in assemblea e di prendere la parola ma sono contestazioni, critiche e rivendicazioni che in tanto hanno un senso sistematico in quanto si sia raggiunta preventivamente un'intesa sul ruolo dell'assemblea. È un organo che serve ad arginare i costi di agenzia nel rapporto con gli amministratori e che richiede allora l'attribuzione di una vera e propria "competenza" ai soci? È invece una funzione più semplicemente informativa che può essere allora assolta anche solo prevedendo compiti "consultivi"? O, addirittura, l'assemblea non ha più alcuna funzione perché i dialoghi con gli investitori istituzionali si svolgono ormai attraverso canali extra-assembleari? L'unica cosa che mi sembra di poter dire, conclusivamente, è che non è possibile prendere posizione sui singoli temi applicativi e sui "diritti dei soci" (per fare riferimento alla rubrica della Sezione del t.u.f. in cui è collocata la norma sulle modalità di svolgimento dell'assemblea) se prima non si ricostruisce il sistema e si precisano rapporti e funzioni dei diversi organi sociali e fra questi, appunto, le funzioni dell'assemblea.

In memoriam

Ricordo di Sergio Patriarca

In memory of Sergio Patriarca

Ilaria Capelli*

DOI 10.17473/2282-667X-2026-3-21

ABSTRACT

Il presente contributo commemora Sergio Patriarca, tra i più autorevoli esponenti della Scuola pavese, e ripercorre l'itinerario della sua produzione scientifica. Del suo metodo si ricostruiscono i tratti distintivi: la stretta fedeltà al diritto positivo, il vaglio critico delle posizioni dottrinali tradizionali e la costante verifica delle loro ricadute applicative. Particolare rilievo è attribuito al ripensamento delle società di persone e alla tesi secondo cui la loro distinzione dalle società di capitali costituisce una dicotomia sempre più sfumata.

This article commemorates Sergio Patriarca, a leading exponent of the Pavia School, and retraces the course of his scholarship. It reconstructs a method distinguished by close fidelity to positive law, critical scrutiny of received doctrinal positions and constant testing of their practical consequences. Particular emphasis is placed on his rethinking of unincorporated partnerships and on his view that their distinction from incorporated companies is a dichotomy increasingly blurred.

SOMMARIO:

1. Lo studioso e la sua opera. – 2. Stile e metodo scientifico. – 3. Ripensare le società di persone.

* Professoressa ordinaria di diritto commerciale, Università dell'Insubria; e-mail: ilaria.capelli@uninsubria.it.

1. *Lo studioso e la sua opera*

Non si è mai sufficientemente pronti per ricordare un giurista, la sua opera e il suo insegnamento, specialmente quando si tratta di uno dei propri Maestri: prevalgono, infatti, l'affetto e la gratitudine ed anche la consapevolezza di dover restituire, con queste pagine, la figura di un giurista e di un caro amico che ha avuto un ruolo determinante nella mia formazione. Per questa ragione, ogni ricordo porta inevitabilmente il segno della soggettività e il punto di vista è, per definizione, parziale; mi limiterò dunque a ripercorrere, attraverso il suo itinerario scientifico, i tratti che meglio, credo, riflettano il metodo e il pensiero di Sergio Patriarca [1].

Sergio Patriarca è stato, insieme con il prof. Giuseppe Zanarone, esponente di quella Scuola Pavese che, per lunga tradizione, si caratterizza per rigore e tensione critica. Ha sondato nel corso degli anni tematiche diverse e spesso lontane tra loro. Senza pretesa di esaustività, e limitando lo sguardo alla produzione monografica e ad alcuni dei saggi più recenti, il percorso di ricerca muove dall'approfondimento della trasformazione regressiva e della posizione del socio nel corso di quella vicenda ("Trasformazione regressiva e principio di maggioranza") [2], per poi rivolgersi all'analisi delle azioni di godimento ("Le azioni di godimento") [3]. Vi è, quindi, un approfondito studio del fenomeno della successione nella quota sociale, tema tanto ricorrente nella prassi quanto denso di questioni complesse, legate alla tenuta dell'impresa di fronte alle vicende personali dei soci ("Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria") [4]. Negli anni successivi, l'attenzione dello studioso si concentra sul finanziamento delle società chiuse, filone di ricerca che culmina nella monografia dedicata ai titoli di debito della s.r.l. ("I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi") [5], ma che si estende anche oltre l'oggetto specifico di quel lavoro, come dimostrano i contributi dedicati alle obbligazioni convertibili ("Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili") [6], e alle azioni con prestazioni accessorie ("C'è un futuro per le prestazioni accessorie?") [7].

Nel corso della sua ampia produzione scientifica, Sergio Patriarca si è dedicato ben presto, e anticipando l'interesse che il tema avrebbe in seguito suscitato in molti

---

[1] Dal 2001 Professore ordinario di diritto commerciale, Università dell'Insubria, presso il dipartimento di economia, sede di Varese.

[2] S. Patriarca, *Trasformazione regressiva e principio di maggioranza*, Cedam, 1988.

[3] Id., *Le azioni di godimento*, Cedam, 1992.

[4] Id., *Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria*, Giuffrè, 2002.

[5] Id., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, Giuffrè, 2005.

[6] Id., *Riforma del diritto societario e obbligazioni convertibili*, in *Riv. dir. priv.*, I, 2005, 68.

[7] Id., *C'è un futuro per le prestazioni accessorie?* in *Banca borsa tit. cred.*, I, 2004, 338.

studiosi, all'analisi delle questioni poste dalla disciplina delle società di persone [8], con la consapevolezza di studiare un fenomeno che, pur non raggiungendo quasi mai gli onori del giornalismo economico-finanziario, è grandemente diffuso e caratterizza tradizionalmente una parte rilevante del nostro contesto economico e sociale. Egli non si è mai accontentato di indagare e descrivere la disciplina codicistica con le relative ricadute pratiche, ma ha costantemente sottoposto a vaglio critico i principi condivisi e gli istituti tradizionali, per verificarne la reale tenuta, come nell'analisi condotta nel saggio "Le società di persone come oggetto di controllo societario" [9]; ha inoltre posto a confronto i diversi sistemi normativi riferibili, rispettivamente, alle società di persone e alle società di capitali, nello studio "Disciplina delle s.r.l. e società di persone: alla ricerca delle reciproche influenze" [10], sino a giungere, come si vedrà, a conclusioni disincantate e del tutto originali, come quelle esposte nel saggio "Società di persone e società di capitali: due (sotto)categorie sul viale del tramonto" [11] e nel successivo lavoro "Decisioni dei soci e possibili manifestazioni della volontà" [12].

All'intensa attività scientifica si è affiancata una sincera devozione per la didattica che, nell'ambito dei corsi dedicati agli studenti di economia, richiede al giurista un supplemento di attenzione per i fenomeni economici, in un costante dialogo tra le norme e la realtà che esse sono chiamate a disciplinare. Da questa attività è nato il manuale "Diritto delle società" [13], seguito poi dal più completo volume "Diritto delle imprese e delle società" [14], entrambi realizzati con Paolo Benazzo e con la collaborazione di Giovanni Petroboni e di chi scrive.

2. *Stile e metodo scientifico*

Il rigore che ha contraddistinto, negli anni, i suoi studi ha condotto Sergio Patriarca a sviluppare un metodo scientifico personale e immediatamente riconoscibile, caratterizzato da un'attenzione minuziosa al dato positivo e da un dialogo costante con il sistema in cui esso si colloca. Come si avrà modo di osservare, nei

[8] S. Patriarca, I. Capelli, *Società semplice*, Commentario Scialoja-Branca-Galgano, Zanichelli, 2021.

[9] Id. *Le società di persone come oggetto di controllo societario*, in *Società*, 2006, 943.

[10] Id., *Disciplina delle s.r.l. e società di persone: alla ricerca delle reciproche influenze*, in P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca (a cura di), *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, Studi in onore di Giuseppe Zanarone, Utet Giuridica, 2011, 263 ss.

[11] Id., "*Società di persone" e "società di capitali": due (sotto)categorie sul viale del tramonto*, in questa *Rivista*, 2023, 59 ss.

[12] Id., *Decisioni dei soci e possibili manifestazioni della volontà*, in questa *Rivista*, 2025, 725 ss.

[13] S. Patriarca, P. Benazzo, *Diritto delle società*, Zanichelli, 2016.

[14] S. Patriarca, P. Benazzo, *Diritto delle imprese e delle società*, Zanichelli, II ed. 2026.

suoi lavori le norme e i principi sottoposti ad analisi sono costantemente messi alla prova, sia in relazione al sistema normativo di riferimento, sia in rapporto alle ricadute pratiche delle soluzioni di volta in volta suggerite dalla dottrina. Ciò lo ha condotto in numerosi casi ad elaborare proposte interpretative del tutto innovative, sino ad anticipare soluzioni che il legislatore avrebbe successivamente fatto proprie.

È questo il caso della già richiamata prima monografia ("Trasformazione regressiva e principio di maggioranza"), nella quale, nonostante il totale silenzio del legislatore del tempo, si attribuiva rilevanza determinante al consenso prestato dal socio: una soluzione che anticipa quanto oggi espressamente previsto dall'art. 2500 *sexies* c.c. in tema di assunzione della responsabilità illimitata. La stessa espressione "trasformazione regressiva", oggi ampiamente adottata dalla dottrina e dalla manualistica, è stata introdotta da Sergio Patriarca che, con la prudenza propria di chi è consapevole di proporre un'autentica innovazione, dopo aver dichiarato di aver "preso in prestito" il termine da un autore francese, fa presente come non sia "scontato" che "al passaggio da una società di capitali a una società personale corrisponda una effettiva 'retrocessione' in senso economico della società" [15].

Il rigore metodologico e la costante esigenza di verifica emergono nel corso dell'indagine, che non evita di mettere in discussione anche questioni solo apparentemente non controverse e che, invece, devono essere indagate senza preconcetti. La stessa sostanziale rilevanza, nella pratica, della trasformazione da società di capitali a società di persone è oggetto di argomentazioni logicamente concatenate per giungere ad una soluzione dotata di un alto grado di certezza e verificabilità [16]. Dunque, il metodo di lavoro è fin dai primi passi intimamente dialettico, anche laddove la questione risulti in apparenza "unanimemente risolta in senso positivo" [17].

La dottrina non è mai oggetto di una semplice rassegna: gli argomenti dei diversi interpreti sono ricostruiti con lo sguardo rivolto non tanto sulle conclusioni, quanto piuttosto sul percorso argomentativo attraverso il quale si giunge alla soluzione. Ciò avviene, ad esempio, con riferimento alla tesi che richiama il diritto di recesso per dimostrare la possibilità di una trasformazione deliberata a maggioranza: il rilievo circa la sussistenza del diritto di recesso, infatti, fornisce solo

---

[15] S. Patriarca, *Trasformazione regressiva*, cit., 5, nt. 9.

[16] Id., *Trasformazione regressiva*, cit., 19; l'Autore osserva, infatti, come la giurisprudenza registri pochissimi precedenti, ma anche che questo dato, che *prima facie* potrebbe essere considerato come un indizio della tenue rilevanza del fenomeno, può al massimo giustificare la mancata disciplina della trasformazione regressiva da parte del codice civile del 1942; in realtà, "l'osservazione della realtà economica induce tuttavia a ritenere che le trasformazioni di società di capitali in società di persone, pur non essendo frequentissime, non siano neppure numericamente irrilevanti".

[17] Come, appunto, è il caso della stessa ammissibilità della trasformazione regressiva, in quanto oggetto di specifica trattazione è anche la "non contradditorietà della fattispecie con i principi dettati dal codice in materia di società": Id., *Trasformazione regressiva*, cit., 19.

in apparenza la dimostrazione della competenza della maggioranza ad adottare la delibera di trasformazione regressiva, con il conseguente travolgimento della responsabilità limitata del socio; ma ciò si sostanzia, in definitiva, in una sorta di "elusione del problema" [18], in quanto "il problema fondamentale consiste proprio nell'indagare se rientri o meno nei poteri della maggioranza la modifica in senso regressivo".

Dunque, la ricerca si manifesta come un'analisi e verifica della tenuta degli argomenti, la cui forza persuasiva è sottoposta a continuo controllo attraverso ipotesi alternative e conseguenze concrete. Allo stesso tempo, l'interpretazione proposta risulta sempre confrontata con la realtà economica, tramite la quale la costruzione teorica è costantemente oggetto di verifica, come quando l'Autore ravvisa nell'iniziativa "in qualche misura antistorica" di ricorrere alla trasformazione regressiva la volontà di riservare alle società personali "gli schemi organizzativi adatti alle strutture a carattere familiare, o comunque caratterizzate da una ristretta base partecipativa e da stretti rapporti tra i soci"; diversamente gli schemi delle società azionarie sono "quelli idonei per la grande e grandissima impresa collettiva (mentre la s.r.l. pare assumere, nella *mens legislatoris*, una posizione in certo qual modo ibrida)" [19].

Una solida ricostruzione sistematica, unita ad una spiccata attenzione per le vicende più diffuse nel nostro contesto economico, si riscontra anche nella successiva monografia "Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria" [20]. Anche in questa occasione il lavoro si avvia con una rigorosa definizione dell'oggetto della ricerca, specialmente per ciò che concerne la "successione nell'impresa" [21]. In questo contesto, lo sforzo definitorio non ha unicamente valenza terminologica, in quanto dalla precisa ricostruzione dei concetti deriva una serie di questioni aperte, quali la possibilità di trasmettere *mortis causa* l'impresa e di identificare il soggetto cui fa capo la titolarità dell'attività. Nel corso dell'analisi emerge la tensione fra un ordinamento successorio tendenzialmente statico e un diritto dell'impresa caratterizzato dal dinamismo dei fenomeni produttivi. La questione successoria viene così collocata all'intersezione fra due differenti logiche ordinamentali: quella civilistica, chiamata ad assicurare il trasferimento *mortis causa* dei beni, e quella commercialistica, orientata invece a consentire il "subingresso nell'impresa". Nel rilevare questa tensione, Sergio Patriarca anticipa

[18] Id., *Trasformazione regressiva*, cit., 47: infatti, "in tanto il diritto di recesso può essere utilmente invocato, in quanto si sia in presenza di una delibera rientrante nella competenza della maggioranza".

[19] Id., *Trasformazione regressiva*, cit., 176.

[20] S. Patriarca, *Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria*, cit.

[21] L'Autore parte dalla constatazione della "insufficienza del sistema legale ai fini dell'organizzazione di una successione efficiente": Id., *Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria*, cit. 37 ss.

l'attenzione del legislatore che, solo pochi anni più tardi, sarebbe intervenuto introducendo proprio quell'istituto crocevia tra i principi successori e quelli del diritto commerciale rappresentato dai patti di famiglia (art. 768 *bis* ss. c.c.).

La modesta incidenza pratica di alcuni temi non ha diminuito il grado di attenzione verso le questioni sottese. Nella monografia "Le azioni di godimento" [22] la limitata rilevanza applicativa dell'istituto ha indotto l'Autore ad indagarne le potenzialità non ancora adeguatamente esplorate: si suggerisce, infatti, un "approccio di maggior respiro" in grado di individuare le funzioni che i titoli oggetto di analisi possono rivestire oltre a quella di compensare l'azionista per il rimborso del valore nominale. Trattasi di funzioni che mutano in relazione alla concreta operazione societaria: dalla conservazione della posizione patrimoniale del socio [23], alla soddisfazione di esigenze economiche diverse da quella compensativa [24]; dall'offerta di uno strumento di investimento alternativo rispetto a quelli tradizionali, alla creazione di partecipazioni sociali differenziate per soddisfare esigenze economiche autonome [25], sino alla gestione di particolari operazioni sul capitale e al riequilibrio tra interessi diversi [26].

L'entrata in vigore della riforma del 2003 ha comportato l'inserimento nel codice civile della disciplina dei titoli di debito emessi dalle s.r.l., oggetto della monografia pubblicata nel 2005, dedicata alla ricerca del contenuto di un istituto la cui nozione normativa non risulta precisa [27]. Anche in questo caso l'analisi procede per gradi, con particolare attenzione alla coerenza delle soluzioni con le caratteristiche peculiari del tipo [28]. Si pensi, ad esempio, al limite rappresentato dall'impossibilità di attribuire ai possessori di titoli di debito i diritti amministrativi, pena la riqualificazione del titolo come "titolo partecipativo". Il dialogo tra la normativa dettata

---

[22] S. Patriarca, *Le azioni di godimento*, cit.

[23] Con però alcune precisazioni, come ad esempio la non attribuzione del diritto di opzione, appunto per l'estraneità delle azioni di godimento al capitale nominale: Id., *Le azioni di godimento*, cit., 137.

[24] Ad esempio, mediante le azioni di godimento sarebbe possibile tutelare anche la potenziale "capacità di reddito" della società: Id., *Successione nella quota sociale, successione nell'impresa e autonomia statutaria*, cit., 54.

[25] S. Patriarca, *Le azioni di godimento*, cit., 158: si tratta della possibilità di offrire uno strumento di investimento alternativo "e potenzialmente più appetibile di quelli tradizionali".

[26] Id., *Le azioni di godimento*, cit., 71.

[27] Id., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, cit., 11, ove si osserva che "nel caso dei titoli di debito mi pare che la ricostruzione del significato sia di necessità affidata all'abilità e alla fantasia degli interpreti, atteso che della nozione non si rinviene, nel testo unico della finanza, alcuna precisazione di carattere contenutistico".

[28] Si veda Id., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, cit., 16, in cui si ricostruisce la ragione del divieto assoluto di incorporazione della partecipazione in un titolo, richiamando il fatto per cui "l'incorporazione sarebbe prodromica a quel ricorso al mercato che la legge ha appunto inteso precludere al modello in oggetto".

in tema di s.r.l. e il sistema nel suo complesso è oggetto di particolare cura, sia con riferimento al dato normativo di un settore diverso, come quello del diritto tributario (*thin capitalization*, art. 98 d.lgs. 12 dicembre 2003, n. 344), sia in relazione alla generale politica del legislatore volta a contrastare il fenomeno della sottocapitalizzazione delle imprese, di cui l'art. 2467 c.c. costituisce espressione [29]. L'analisi degli snodi problematici della disciplina, infine, non si sottrae ad un giudizio prognostico di grande prudenza sulle ricadute pratiche della normativa, per giungere a ritenere (correttamente, come sappiamo ormai a distanza di oltre venti anni) che gli elementi a disposizione non consentono previsioni incoraggianti circa l'impiego concreto dell'istituto [30].

3. *Ripensare le società di persone*

Il metodo scientifico appena descritto ha portato a risultati originali nello studio delle società di persone. Nell'opera di ampio respiro contenuta nel Commentario del Codice civile Scialoja-Branca-Galgano [31] e dedicata alla società semplice, quest'ultima diviene il luogo privilegiato per osservare la struttura delle società personali.

La trattazione non si ferma mai alla mera esegesi delle disposizioni, ma muove dal dato normativo per individuare le tensioni interne alla disciplina in un'ottica di sistema. Nonostante la struttura editoriale propria del commentario, le diverse questioni non sono mai trattate separatamente, ma ricondotte ad una trama unitaria, nella quale la posizione del socio e la partecipazione al rischio si illuminano reciprocamente. Ad esempio, in occasione dell'analisi della disciplina dei conferimenti non viene assunta in modo acritico la tradizionale distinzione tra conferimenti di capitale e conferimenti di mero patrimonio [32], ma se ne verificano i presupposti e le conseguenze: la riflessione, infatti, muove dalla disciplina positiva e si confronta con il problema della necessaria valutabilità economica dell'apporto, con la possibilità di conferimenti non immediatamente rappresentabili in termini di capitale. Da ciò si ricava una lettura non formalistica in cui il capitale non viene considerato un elemento da presupporre in ogni modello societario, indipendentemente dalla sua concreta funzione; la questione viene invece ricondotta al rapporto tra apporto, patrimonio sociale, determinazione degli utili e tutela dei soci e dei terzi.

Anche in questo caso, le diverse posizioni della dottrina non sono mai semplicemente descritte, ma ricostruite nella loro logica interna e valutate in rapporto agli argomenti che le sostengono, per giungere alla proposta di una soluzione che tenga

[29] Id., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, cit., 73.

[30] Id., *I titoli di debito della s.r.l. tra opportunità e problemi interpretativi*, cit., 92.

[31] S. Patriarca, I. Capelli, *Società semplice*, cit.

[32] S. Patriarca, (I. Capelli), *Società semplice*, cit., sub art. 2253, 91 ss.

insieme coerenza sistematica, compatibilità con i principi generali e concrete conseguenze applicative, queste ultime assunte a vero e proprio banco di prova della tenuta della soluzione. Ciò avviene, ad esempio, con riferimento alla questione dell'invalidità del contratto sociale [33]: la verifica tiene conto della necessità di preservare l'attività già svolta e i rapporti instaurati con i terzi, con l'effetto di evitare che una vicenda genetica dell'organizzazione travolga retroattivamente l'attività sociale compiuta.

Il costante vaglio della tenuta dei principi e delle categorie tradizionali, anche quando unanimemente condivisi, si mostra evidente nel già richiamato lavoro "Società di persone e società di capitali: due (sotto)categorie sul viale del tramonto". A questo proposito, Sergio Patriarca segnala che, nel corso dell'attività didattica, era solito accompagnare l'esposizione delle differenze tra le due sottocategorie con l'avvertenza che si trattava di differenze "tendenziali" e non assolute [34]. Da questa premessa, prende avvio una verifica che fa ricorso ad una minuziosa scomposizione delle categorie nei loro elementi identificativi, come la soggettività o personalità giuridica, l'autonomia patrimoniale, la struttura organizzativa, le modalità decisionali, la responsabilità dei soci e la circolazione della partecipazione.

Si pensi all'erosione del concetto di personalità giuridica, ridotto a "mero strumento del linguaggio giuridico" [35]; nonché all'attenuazione del criterio della *governance*, in quanto è ormai pacifico ammettere, nell'atto costitutivo di una società personale, un sistema decisionale di tipo collegiale/corporativo tipico delle società di capitali, e specularmente la s.r.l. riformata può presentare forme di "collegialità attenuata" che l'avvicinano al modello personalistico. Si pensi all'estensione della disciplina sugli assetti adeguati anche alle società di persone, indicata come "ultimo, ma non meno rilevante momento di avvicinamento tra le sottocategorie" [36] e, infine, si pensi alle accomandite, quali modelli strutturalmente ibridi, in cui l'accomandante nella s.a.s. è per definizione dotato di tratti tipicamente capitalistici, come l'irripetibilità degli utili conseguiti in buona fede. Ciascuno di questi nodi problematici è sottoposto ad una verifica autonoma, condotta con obiettività e distacco, specialmente alla luce delle soluzioni adottabili per le s.r.l. tradizionalmente riconducibili alle società di persone. E ciò porta a superare anche la formalizzazione della distinzione tra le due categorie, società di persone e società di capitali, nel testo del codice civile da parte della riforma del 2003 (artt. 2500 *ter* e 2500 *quinquies* c.c.): una distinzione che, a questo punto, sembra conservare prevalentemente il significato di un mero richiamo alla tradizione.

Il metodo scientifico adottato e lo sguardo acuto e privo di preconcetti che lo

---

[33] S. Patriarca, (I. Capelli), *Società semplice*, cit., sub art. 2251, 16 ss.

[34] S. Patriarca, "*Società di persone" e "società di capitali": due (sotto)categorie sul viale del tramonto*, cit., 60 ss.

[35] Id., ul. cit., 61.

[36] Id., ul. cit., 63.

sorregge, consentono dunque a Sergio Patriarca di disvelare, nel sistema e nell'affollarsi delle diverse opinioni, ciò che ogni dogmatismo tende ad occultare: la frattura nella catena apparentemente salda delle certezze tradizionali. È, per usare – arbitrariamente, lo riconosco – le parole di Montale, "*l'anello che non tiene, il filo da disbrogliare che finalmente ci metta nel mezzo di una verità*": non la pretesa di una formula definitiva, ma la paziente ricerca di ciò che nella complessità del reale resiste alle semplificazioni. Sergio Patriarca scorge, in questo modo, sottesa alla rassicurante dicotomia tradizionale tra società di persone e società di capitali, una trama più veritiera e difficile.

Lo sguardo fruga d'intorno, la mente indaga, accorda, disunisce. Non è forse casuale che questa tensione verso la verità – l'osservare senza acquietarsi, il mettere alla prova con onestà le proprie e le altrui convinzioni, lo scomporre per poi ricomporre – sia il tratto che il metodo dello studioso condivide con quanto evocato dal poeta: la ricerca di un ordine e di un significato che non siano dati una volta per tutte. È questo, forse, il tratto più autentico del giurista Sergio Patriarca: un rigore che non si acquieta mai nella certezza raggiunta.