LUISS Law Review

INDICE

ARTICOLI

Il controllo giudiziario nelle società di capitali, di Gian Domenico Mosco e Salvatore Lopreiato 5

Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa, di Bernardo Giorgio Mattarella..... 94

La gestione del cyberischio in ambito societario: un confronto tra Stati Uniti ed Europa, di Marco Coluzzi 102

Finanziamenti pubblico-privati: una leva per lo sviluppo sostenibile, di Roberta Meoli 123

La natura programmatica della delibera di aumento di capitale ed i suoi riflessi sul regime della decorrenza dei termini di impugnazione, di Andrea Palazzolo 147

La dematerializzazione delle quote nelle s.r.l. tra normativa e tecnologia: analisi delle riforme recenti e delle prospettive future, di Francesco Silla 166

AUTORI 200

LUISS Law Review

LLR - LUISS Law Review
Rivista online del centro di ricerca LUISS DREAM, Dipartimento di Giurisprudenza LUISS Guido Carli
Registrata presso il Tribunale di Roma con il n. 65/2016
ISSN 2531-6915
Direttore responsabile: Gian Domenico Mosco
Responsabile di redazione: Raffaella Scarabino
LUISS Guido Carli - Viale Pola, 12, 00198 Roma, Italia P.I. 01067231009

Articoli

Il controllo giudiziario nelle società di capitali *

di **Gian Domenico Mosco, Salvatore Lopreiato**

Sommario: 1. Il controllo giudiziario nelle società di capitali: il rapporto tra l'art. 2409 c.c. e gli articoli 152 t.u.f. (rinvio), 2454 c.c. e 2477 c.c. – 1.1. La società in accomandita per azioni – 1.2. La società a responsabilità limitata. Prime considerazioni – 2. Il ruolo della denuncia al tribunale nell'evoluzione normativa del sistema dei controlli sulla gestione societaria – 2.1. Dal codice di commercio del 1882 al codice civile del '42 – 2.2. Il testo unico della finanza del 1998 – 2.3. La riforma societaria del 2003 – 2.4. Il codice della crisi del 2019 – 3. I legittimati attivi alla denuncia nelle s.p.a. e nelle s.r.l. - 3.1. Il problema dei legittimati nelle s.r.l. aperte – 3.2. La minoranza – 3.3. Il pubblico ministero – 3.4. L'organo di controllo – 3.5. La Consob (rinvio) – 4. I presupposti e i possibili esiti della denuncia – 4.1. Le "gravi irregolarità" – 4.2. Il procedimento. In particolare, la sostituzione assembleare "provocata" degli amministratori e dei sindaci e i provvedimenti graduati del tribunale – 4.3. L'imputazione soggettiva delle irregolarità: i denunciati – 4.4. L'imputazione oggettiva delle gravi irregolarità: la possibile efficacia selettiva del riferimento alla "gestione" – 4.5. Lo stato di liquidazione – 4.6. Gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza – 5. Il danno potenziale alla società e alle sue controllate – 6. Denuncia al tribunale e sistemi di amministrazione e controllo nella s.p.a. – 6.1. Il profilo soggettivo – 6.2. Il potere di denuncia e gli altri poteri dei diversi organi di controllo – 7. La denuncia e la cogestione dell'impresa nei modelli di amministrazione della s.r.l. – 7.1. Il rapporto con la revoca giudiziale degli amministratori ex art. 2476, comma 3, c.c. – 8. Le spese.

1. Il controllo giudiziario nelle società di capitali: il rapporto tra l'art. 2409 c.c. e gli articoli 152 t.u.f. (rinvio), 2454 c.c. e 2477 c.c. La "denunzia al tribunale" trova la sua disciplina normativa anzitutto nell'art. 2409 c.c.

L'articolo contiene disposizioni applicabili sia a tutte le società per azioni, sia alle sole s.p.a. che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (c.d. società aperte)[1], che ricomprendono le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura

[1] Le società aperte si contrappongono a quelle chiuse, che sono – in negativo – tutte le altre s.p.a. Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante alle quali fa riferimento, dopo la riforma del 2003, l'art. 2325-*bis* c.c. sono ora definite nello stesso codice civile dal successivo art. 2325-*ter,* pur rubricato "Società emittenti strumenti finanziari diffusi", introdotto dalla l. 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. "legge Capitali") che ha anche abrogato l'art. 116 t.u.f. il quale ne aveva anticipato l'introduzione nel codice civile. Per una critica ancora valida alla determinazione della «misura rilevante» v. G.D. Mosco, *Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. Uno scalino sbeccato, da riparare in fretta,* in *Riv. società,* 2004, 869.

rilevante e quelle quotate in mercati regolamentati (art. 2325-*bis*, comma 1, c.c.)[2]. Per queste ultime, la disciplina legale del controllo giudiziale, oltre a presentare delle peculiarità nell'ambito dello stesso art. 2409 c.c., si combina con le previsioni dell'art. 152 t.u.f., peraltro in modo non piano (v. *infra,* paragr. 3.2 e 3.3)[3].

Quanto alle altre società di capitali, il codice si avvale, invece, del meccanismo del rinvio all'art. 2409, senza comunque evitare che sorga più di un problema di coordinamento[4].

---

[2] L'art. 2325-*bis* c.c. parla di "società con azioni quotate in mercati regolamentati" senza aggiungere alcun riferimento territoriale, diversamente dall'art. 119 t.u.f. che prevede l'applicazione della disciplina contenuta nel capo II, titolo III, parte IV del testo unico alle "società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea (società con azioni quotate)". Si è così ingenerato il dubbio di una maggiore ampiezza della nozione dettata dal codice civile, le cui disposizioni potrebbero applicarsi anche a società quotate in mercati regolamentati extra UE. A sostegno della soluzione negativa, adducendo ragioni di coerenza sistematica, M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio,* in *Il testo unico finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, II, Bologna, 2020, 1249; nonché P. MONTALENTI e S. BALZOLA, *La società per azioni quotata,* in *Le nuove s.p.a.,* a cura di O. Cagnasso e L. Panzani, II, Bologna, 2010, 1811-1812, i quali richiamano la previsione dell'art. 206 t.u.f. che continua a dichiarare "le disposizioni dettate dal codice civile per le società con azioni quotate in borsa" applicabili alle sole "società con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell'Unione europea". In senso contrario, con varietà di argomentazioni, G. MINERVINI, *Commento agli artt. 2325*-bis *e 111*-bis *disp. att. e trans.*, in *La riforma delle società. Società per azioni, società in accomandita per azioni,* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, I, Torino, 2003, 17; A. ROSSI, *Commento all'art. 2325*-bis, in *Il nuovo diritto delle società,* a cura di A. Maffei Alberti, I, Padova, 2005, 23; P. ABBADESSA ed E. GINEVRA, *Commento all'art. 2325*-bis, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, I, Napoli, 2004, 15, i quali ritengono tuttavia rilevanti solo i mercati riconosciuti dalla Consob *ex* art. 67 t.u.f.; opinione, quest'ultima, alla quale aderiscono anche F. D'ALESSANDRO, M. SCIUTO e P. SPADA, *Commento all'art. 2325*-bis, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società,* diretto da F. d'Alessandro, II, I, Padova, 2010, 17-18. Per una sintesi del dibattito v. A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse,* in *Trattato di diritto civile del Consiglio Nazionale del Notariato,* diretto da P. Perlingieri, V, 10, Napoli, 2005, 31. L'art. 152, comma 3, t.u.f. contiene peraltro una deroga all'art. 119 poiché prevede che il potere di denuncia della Consob non possa essere esercitato nei confronti di società italiane le cui azioni siano quotate soltanto in mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione Europea, e perciò soggetti alla vigilanza delle rispettive *authorities.*

[3] Nella sostanza non diversamente da come, in generale, la disciplina del t.u.f. sulle società quotate si innesta, modificandola attraverso il gioco della disapplicazione di alcune regole e dell'applicazione di altre norme specifiche, su quella dettata dal codice civile per la società per azioni. Sul rapporto tra art. 2409 c.c. e art. 152 t.u.f. v. *amplius*, anche per ulteriori riferimenti, G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Commento all'art. 152 t.u.f.*, in *Il testo unico della finanza*, a cura di M. Fratini e G. Gasparri, II, Torino, 2063.

[4] La mancanza nella disciplina delle società di persone di qualsiasi rinvio all'art. 2409 c.c. rende per converso sicuramente inutilizzabile la denuncia in quest'ambito (v., *ex plurimis,* V. VITRÒ, *Controllo giudiziario e provvedimenti cautelari nelle società di capitali,* Milano, 1992, 238; O. CAGNASSO, *I singoli contratti. La società semplice*, in *Trattato di diritto civile,* diretto da R. Sacco, 6, Torino, 1998, 155), caratterizzato da una prevalenza del contratto sull'organizzazione, pur

presente e rilevante (su questi temi v., da ultimo, G.D. MOSCO, L'amministrazione delle società di persone dopo il codice della crisi**,** in *Giur. comm.*, 2021, I, 605). Anche la giurisprudenza è contraria all'estensione analogica dell'istituto, osservando che i soci di società personali hanno a disposizione un rimedio sostanzialmente analogo sotto il profilo degli effetti, vale a dire la revoca giudiziale dell'amministratore "per giusta causa" dagli stessi attivabile individualmente ai sensi dell'art. 2259, comma 3, c.c., spesso considerato azionabile in via cautelare *ex* art. 700 c.p.c. proprio sul presupposto dell'inapplicabilità del controllo giudiziario *ex* art. 2409 c.c.: v., con dettagliata motivazione, Trib. Napoli, 17 giugno, 1992, in *Società,* 1992, 1386; Trib. Cassino, 28 ottobre 2000, *ivi,* 2001, 476; da ultimo, Trib. Torino, 7 giugno 2021, in *Giur. imprese,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2021/10/20210607_RG8320-2021-1.pdf* e Trib. Torino, 4 giugno 2021, *ivi,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2021/10/Ratti-8234-2021-1.pdf* per la riaffermazione del principio nonostante la reintroduzione del controllo giudiziario *ex* art 2409 c.c. nelle s.r.l. a opera del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (c.c.i.i.: d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14). Per una rassegna C. CONFORTI, *Le società di persone. Amministrazione e controlli,* Milano, 2009, 468; M. SPADARO, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle società ex art. 2409 c.c.: profili sostanziali*, in *Società,* 2021, 226.

Per tutte le cooperative è ora l'art. 2545-*quinquiesdecies* c.c. a sancire, ancora una volta attraverso uno specifico rinvio all'art. 2409, l'utilizzabilità del rimedio, con alcuni adattamenti in termini di legittimazione (riconosciuta ai "soci che siano titolari del decimo del capitale sociale ovvero da un decimo del numero complessivo dei soci e, nelle cooperative che hanno più di tremila soci, da un ventesimo dei soci") e il coordinamento con il controllo amministrativo al quale queste società sono sottoposte: v., anche per la ricostruzione del dibattito antecedente la riforma societaria del 2003 sull'applicabilità dell'art. 2409 c.c. alle cooperative, P. MARANO, *Vigilanza governativa e controllo giudiziario sulle società cooperative*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 27; G. BONFANTE, *La nuova società cooperativa*, Bologna, 2010, 423; C. MONTAGNANI, *Il controllo giudiziario: ambito di applicazione e limiti dell'attuale tutela*, in *Riv. soc.*, 2004, 1153. Per le società consortili l'applicabilità dell'istituto reagisce alla forma societaria, personalistica o capitalistica, scelta in sede di costituzione *ex* art. 2615-*ter* c.c. (v. App. Salerno, 17 dicembre 2007, in *Foro it.*, 2008, I, 2650; App. Milano, 19 marzo 1997, in *Società,* 1997, 1047), pur dovendosi invece sicuramente escludere con riferimento ai consorzi tra imprenditori, anche per quelli aventi attività esterna (v. Trib. Cassino, 24 marzo 1997, in *Società*, 1997, 1045; Trib. Roma, 5 giugno 1995, in *Foro it.*, 1996, I, 3799; in argomento G.D. MOSCO, *Consorzi per il coordinamento della produzione e degli scambi,* nel *Comm. cod. civ. e codici collegati* fondato da A. Scialoja e G. Branca e già diretto da F. Galgano, a cura di G. De Nova, Bologna, 2017, 111). L'unica applicazione dell'istituto al di fuori dell'ambito societario riguarda le associazioni e le fondazioni del c.d. terzo settore, nelle quali l'art. 29, comma 1, del d. lgs. 3 luglio 2017, n. 117 (codice del terzo settore) legittima a proporre la denuncia *ex* art. 2409 c.c. "almeno un decimo degli associati, l'organo di controllo, il soggetto incaricato della revisione legale dei conti ovvero il pubblico ministero" (v. S. LOPREIATO, *Il sistema dei controlli negli enti del terzo settore,* in *Luiss Law Review,* n. 2/2021, 115). Per una più ampia riflessione sul controllo giudiziario volta a coglierne possibili principi comuni alle società per azioni e agli altri enti collettivi non societari v. A. BENOCCI, **Controllo giudiziario** *sulla gestione e forme collettive di esercizio dell'impresa,* Milano, 2019, 447.

È peraltro controverso in giurisprudenza se la trasformazione regressiva di una società di capitali in una società di persone (ovvero in un ente collettivo per il quale non è contemplato il controllo giudiziario, attraverso la trasformazione eterogenea) determini la sopravvenuta improcedibilità della denuncia *ex* art. 2409 regolarmente proposta: in senso affermativo, App. Roma, 13 luglio 2006, in *Foro it.*, 2007, I, 1593, considerando l'appartenenza al tipo societario s.p.a. un requisito sostanziale della denuncia che deve permanere sino al momento della decisione; v. anche Trib. Lecce, 6 maggio 1993, in *Società,* 1993, 1088. Nel senso invece dell'irrilevanza della trasformazione deliberata in pendenza di un procedimento di controllo giudiziario già pendente, argomentata anche in ragione della elusione di una norma inderogabile, Trib. Ascoli Piceno, 1°

1.1 La società in accomandita per azioni. Con riguardo all'accomandita per azioni assume rilievo l'art. 2454 c.c., che estende a questo tipo societario l'intera disciplina della s.p.a. previo vaglio di compatibilità con le poche "norme speciali" sulla s.a.p.a. "rese necessarie dalla particolare posizione degli accomandatari amministratori"[5]. Posizione che potrebbe però, almeno astrattamente, giustificare adattamenti interpretativi di un istituto dichiaratamente volto a reagire proprio a gravi irregolarità dei gestori. In realtà, la necessaria coincidenza tra la qualifica di socio accomandatario e quella di amministratore sancita dall'art. 2455 c.c. non pone ostacoli all'integrale applicazione dell'art. 2409 c.c. (e, nel caso, dell'art. 152 t.u.f.) alla s.a.p.a.[6] Di fronte a un dato normativo che fa rappresentare da azioni le quote di partecipazione tanto degli accomandanti quanto degli accomandatari (art. 2452, comma 2), partecipazioni che si connotano dunque in chiave comunque capitalistica[7], l'iniezione

marzo 2013, in *Società,* 2013, 599; App. Ancona, 8 luglio 2013, in *Ilcaso.it,* disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/9325.pdf*.

[5] Così la *Relazione Grandi per l'approvazione del libro Del lavoro,* in MINISTERO DI GRAZIA E GIUSTIZIA, *Codice civile. Libro del Lavoro,* Roma, 1941, § 1001. Sulla valenza "sistematica" di questo rinvio generale e, in particolare, sulla possibilità di far operare il limite di incompatibilità non solo in relazione alle singole disposizioni sulla s.a.p.a. ma anche sul "piano generale" dei suoi tratti tipologici v. E. BARCELLONA, *Commento agli articoli 2452-2461*, in *Della società. Dell'azienda. Della concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, nel *Comm. cod. civ.* diretto da E Gabrielli, III, Torino, 2015, 38; e già G. FERRI, **Accomandatari e accomandanti** *nelle società in accomandita per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1963, I, 2; propendono invece per assegnare "limiti più circoscritti" al giudizio di compatibilità F. GALGANO e R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*[3], in **Trattato** *di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, XXIX, t. 1, Padova, 2003, 772.

[6] Definitivamente superata – grazie anzi tutto a R. COSTI, *L'azionista accomandatario*, Padova, 1969, *passim* – la tesi della struttura "mista" della s.a.p.a., connessa all'ipotetica combinazione delle partecipazioni capitalistiche degli accomandanti a quelle di tipo personalistico degli accomandatari, sostenuta dalla dottrina più risalente (v. E. SIMONETTO, *Responsabilità e garanzia nel diritto delle società*, Padova, 1959, 414; A. GRAZIANI, *Diritto delle società*[5]*,* Napoli, 1963, 402): per una ricostruzione del dibattito v. E. BARCELLONA, R. COSTI e F. GRANDE STEVENS, *Della società in accomandita per azioni*, nel *Comm. cod. civ.* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 2005, 1 ss.

[7] Con la conseguenza che, pur potendo accomandanti e accomandatari essere considerati due diverse "categorie di soci" (così, tra i tanti, F. CORSI, *Società in accomandita per azioni*, in *Dig. disc. priv., sez. comm.*, IV, Torino, 1997, 235: considera invece l'affermazione quanto equivoca E. BARCELLONA, *op. cit.,* 14, nt. 19), non sussistono due corrispondenti "categorie di azioni" dotate di "diritti diversi" *ex* art. 2348 c.c. (e segnatamente per gli accomandatari del diritto di gestione della società, come invece sostenuto da G. FERRI, *Accomandatari*, cit., 15): v. in questo senso O. CAGNASSO e M. IRRERA, *Società in accomandita per azioni*, in *Noviss. dig. it.*, *App.*, VII, Torino, 1980-1987, 308 nonché E. BARCELLONA, *op. cit.,* 15, nt. 21, che sottolinea piuttosto le possibili

personalistica che caratterizza questo tipo societario rispetto alla s.p.a. si risolve: *i)* nell'imporre che gli amministratori siano scelti tra le persone dei soci, i quali con l'accettazione della carica di amministratore assumono la qualifica di accomandatari e *(ii)* nella conseguente responsabilità personale e illimitata per le obbligazioni sociali che si affianca alla responsabilità gestoria, divenendo di fatto preminente[8]. Non a caso, la cessazione dalla carica di amministratore – per qualunque causa, compresa la revoca – sottrae il socio accomandatario dal rispondere "per le obbligazioni della società sorte posteriormente all'iscrizione nel registro delle imprese della cessazione dall'ufficio" (art. 2461, comma 2, c.c.), dovendosene inferire che l'amministratore cessato perde la veste di accomandatario e assume quella di accomandante[9].

---

analogie con la fattispecie delle azioni con prestazioni accessorie *ex* art. 2345 c.c. nelle quali "l'obbligo di prestazione accessoria non inerisce oggettivamente al titolo sociale, ma soggettivamente al vincolo sociale del socio sul quale grava quell'obbligo"; O. DE CICCO, *Commento agli artt. 2452-2461,* in *Codice delle società*[2]*,* a cura N. Abriani, Torino, 2016, 1735.

[8] Responsabilità patrimoniale alla quale fa però da contraltare un vero e proprio potere di veto spettante agli accomandatari amministratori sia in relazione alla sostituzione di singoli amministratori cessati dalla carica, che va approvata dagli accomandatari superstiti ai sensi dell'art. 2457, comma 1, c.c., sia in relazione alle modificazioni dello statuto, le quali devono anch'esse "essere approvate da tutti i soci accomandatari" ai sensi dell'art. 2460 c.c. Sull'importanza del potere di veto v. E. BARCELLONA, *op. cit.,* 8 e già R. WEIGMANN, *L'accomandita per azioni come cassaforte familiare*, in AA.VV., Scintillae iuris. *Studi in memoria di Gino Gorla*, III, Milano, 1994, 2522.

[9] La "correlazione biunivoca" (così N. ABRIANI, *La società in accomandita per azioni*, in AA.VV., *Diritto delle società. Manuale breve*, 5a ed., Milano, 2012, 275) tra la qualità di socio accomandatario e l'ufficio di amministratore non solo in fase di nomina alla carica (espressamente sancita dall'art. 2455 c.c. con l'affermazione che "i soci accomandatari sono di diritto amministratori"), ma anche in fase di cessazione dalla stessa è ormai pressoché unanimemente riconosciuta dalla dottrina (e v. E. BARCELLONA, *op. cit.,* 86; F. GALGANO e R. GENGHINI, *op. cit.,* 761; S. PESCATORE, *La società in accomandita per azioni*, in *La riforma del diritto societario. Commento ai d.lgs. nn. 5-6 del 17 gennaio 2003*, a cura di V. Buonocore, Torino, 2003, 242). È stata nondimeno recentemente proposta da G. FERRI JR, *La società in accomandita per azioni,* in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, III, Milano, 2022, 1, una diversa ricostruzione interpretativa che ravvisa il "contenuto normativo" indefettibile della posizione e delle prerogative dell'accomandatario nel "potere individuale di veto in ordine alle modifiche statutarie", circoscrivendo al solo momento della nomina il collegamento con la carica di amministratore, la cui revoca *ex* art. 2461 c.c., non richiedendo il consenso unanime degli accomandatari, sarebbe deliberata dall'assemblea ordinaria con le sole maggioranze previste per la sede straordinaria, "risultando, per ciò solo, inidonea a modificare l'atto costitutivo, e, in particolare, a privare l'amministratore revocato della qualità di accomandatario, e del relativo potere di veto, del quale pertanto costui potrà continuare ad avvalersi anche dopo la cessazione del rapporto di amministrazione" (pp. 25-26: in passato, l'idea che l'accomandatario continui a essere tale anche dopo la revoca dalla carica di amministratore è stata sostenuta da L. MOSSA, *Trattato del nuovo diritto commerciale*, IV, Padova, 1953-1057, 608 e da P. GRECO, *Lezioni di diritto commerciale*, Torino, 1944, 254; nello stesso senso, più di recente, anche B. LIBONATI, *Manuale di diritto commerciale,* Milano, 2005, 436). Per un'efficace critica v. O. DE CICCO, *op. cit.,* 1372; D.

Alcune considerazioni vanno fatte con riguardo all'ipotesi di una denuncia *ex* art. 2409 c.c. indirizzata a tutti gli accomandatari amministratori. Anzitutto, questi possono essere revocati giudizialmente e sostituiti da un amministratore giudiziario (comma 4), che non assume né la qualifica di accomandatario né alcuna responsabilità personale nei confronti dei terzi. Nella s.a.p.a. è però l'assemblea straordinaria a essere competente per la nomina e per la revoca degli amministratori accomandatari nonché per la loro sostituzione, sicché se l'assemblea competente ad attivare il meccanismo sostitutivo dei denunziati previsto dall'art. 2409, comma 3 al fine di sospendere il procedimento giudiziario è in ogni caso quella straordinaria, questa è chiamata a selezionare nell'ipotesi in parola soggetti dotati della "adeguata professionalità e competenza" richiesta dalla norma tra i soci accomandanti (disponibili a divenire accomandatari) o tra terzi disponibili a entrare nella compagine sociale come accomandatari, in entrambi i casi con l'assenso degli (altri) accomandanti[10]. Infine, se nella s.a.p.a. è ancora l'assemblea straordinaria a dover essere convocata (e presieduta), ai sensi dell'art. 2409, comma 6, dall'amministratore giudiziario al termine del suo incarico, questi dovrà anche in questo caso, qualora non intenda proporre la messa in liquidazione o il ricorso a uno strumento di regolazione della crisi[11], verificare la disponibilità dei soci accomandanti a nominare almeno uno di loro accomandatario/amministratore o a far entrare nella compagine sociale almeno un nuovo accomandatario. Ferma l'applicazione della specifica causa di scioglimento prevista dall'art. 2458, c.c. nel caso di mancata nomina di un amministratore tra gli accomandanti esistenti o di mancato ingresso di un nuovo accomandatario/amministratore nel termine di 180 giorni, sempre che la società non si trasformi in un tipo societario diverso dall'accomandita.

1.2 La società a responsabilità limitata. Prime considerazioni. In

VATTERMOLI, *Le accomandite per azioni all'alba del nuovo millennio*, in *Riv. soc.*, 2007, 685, spec. nt. 19; F. CORSI, *Le società in accomandita per azioni*, in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, 16***, Torino, 2011, 720-721.

[10] Nella seconda ipotesi attraverso la cessione di azioni da parte di uno o più accomandanti o tramite un aumento di capitale senza diritto di opzione.

[11] Per il coordinamento tra l'art. 2409 c.c. e il nuovo art. 120-*bis* c.c.i.i. v. *infra* nt 117.

relazione alla società a responsabilità limitata, invece, è il nuovo sesto e ultimo comma dell'art. 2477, aggiunto in coda all'articolo 2477 dal codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza (c.c.i.i.: d.lgs. 12 gennaio 2019, n. 14), che rimanda all'art. 2409 c.c. dichiarandone applicabili le disposizioni anche se la società è "priva di organo di controllo"[12].

Si riprende così, anche per quanto concerne quest'ultima precisazione, il disposto del previgente art. 2488, comma 4, c.c.[13] Se, però, questo appariva in linea con l'originario disegno del legislatore del '42, nel quale il regime della s.p.a. rappresentava anche per la s.r.l. un riferimento importante e ingombrante, se non un vero e proprio prototipo normativo come per la s.a.p.a.[14]. Non è così con riguardo all'attuale comma 6 dell'art. 2477, posto che la riforma delle società di capitali ha fatto perdere alla s.r.l. la sua connotazione di piccola società per azioni, differenziandone il modello organizzativo attraverso il riconoscimento all'autonomia statutaria della possibilità di valorizzare "le persone dei soci"[15].

---

[12] Sembra trattarsi comunque di un mero rinvio. La tecnica del rinvio (sulla quale si vedano A. BERNARDINI, *Produzione di norme giuridiche mediante rinvio,* Milano, 1966, *passim;* R. GUASTINI, *Legge (riserva di),* in *Digesto pubbl.,* IX, Torino, 1994, 164; V. VELLUZZI, *Interpretazione sistematica e prassi giurisprudenziale,* Torino, 2002, 164) è frequentemente utilizzata dalla legislazione, soprattutto speciale, in quanto consente di "evitare, a un tempo, dimenticanze e appesantimenti degli articolati normativi": così V. CARIELLO, *La disciplina "per derivazione" del sistema di amministrazione e controllo dualistico (disposizioni di richiamo e di rinvio nel nuovo diritto delle società per azioni non quotate),* in *Riv. soc.,* 2005, 51.

[13] Che poneva però la precisazione in apertura e non in coda: "Anche quando manca il collegio sindacale, si applica l'art. 2409". Sulle possibili ragioni della (rinnovata) precisazione v. *infra,* note 19-20 e testo corrispondente.

[14] Vi era, in effetti, solo una manciata di norme effettivamente originali nell'originaria regolamentazione predisposta dal legislatore del '42 per la s.r.l., regolamentazione che in massima parte riproduceva o richiamava numericamente gli articoli del codice dettati per la s.p.a., la cui restante disciplina finiva però per essere comunque applicata dalla giurisprudenza attraverso il meccanismo dell'analogia. Con il singolare risultato di un ulteriore appiattimento della s.r.l. sul modello della s.p.a., comprimendo i margini di modellabilità in senso personalistico che pure erano stati lasciati dal legislatore consentendo alla s.r.l. di ricorrere, in maniera tutto sommato ampia, all'autonomia statutaria: v., per tutti, G. ZANARONE, *Società a responsabilità limitata*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano, VIII, Padova, 1985; in argomento cfr. anche A. GAMBINO, *Brevi note sul progetto di legge delega di riforma delle società di capitali non quotate*, in *Riv. dir. comm*., 2000, I, 210; V. DI CATALDO, *La società a responsabilità limitata nel disegno di legge delega per la riforma del diritto societario. Prime riflessioni sul nuovo regime*, in *La corporate governance nelle società non quotate*, a cura di S. Rossi e G.M. Zamperetti, Milano, 2001, 31.

[15] Ma v., con riferimento al rapporto tra carattere personale e organizzazione della s.r.l., G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa e sistemi d'amministrazione,* in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. Ibba e G. Marasà, II, Milano, 2020, 1642, ove ult. rif.

Tant'è che con riferimento al controllo giudiziario la riforma del 2003 aveva circoscritto il rimedio alle sole società azionarie, escludendolo per converso dalla s.r.l., in coerenza con la sostanziale privatizzazione del sistema dei controlli sulla gestione che caratterizza questo tipo societario. Controlli che l'art. 2476 c.c. continua ad accentrare nelle mani di ogni socio estraneo all'amministrazione, titolare di penetranti poteri istruttori esercitabili senza che rilevi l'entità della sua partecipazione (comma 2) e legittimato ad avviare altrettanto individualmente l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori, con possibilità di chiederne in via cautelare la revoca in presenza di quelle "gravi irregolarità nella gestione della società" che per l'art. 2409 c.c. costituiscono il presupposto oggettivo della denuncia al tribunale (comma 3), finendo per consentire nella s.r.l. l'accesso a un doppio binario per arrivare alla revoca degli amministratori (v. *infra,* paragr. 7.1)[16].

Nondimeno, forse anche in ragione della sempre più rilevante diffusione della nuova s.r.l.[17], si è registrato un crescente dissenso nei confronti dell'estromissione legislativa della denuncia al tribunale, considerata un rimedio non succedaneo al controllo individuale del socio *ex* art. 2476 c.c., ma a questo complementare[18]. Al punto che per due volte è stata sollevata a riguardo una

[16] Che l'omissione di qualsiasi riferimento all'art. 2409 c.c. nella riformata disciplina delle s.r.l. non fosse una dimenticanza era peraltro apertamente dichiarato dalla *Relazione di accompagnamento al d. lgs. n. 6/2003,* che nelle s.r.l. considerava "superflua ed in buona parte contraddittoria con il sistema la previsione di forme di intervento del giudice quali quelle ora previste dall'art. 2409" in quanto "sostanzialmente assorbite dalla legittimazione alla proposizione dell'azione sociale di responsabilità da parte di ogni socio e dalla possibilità di ottenere in quella sede provvedimenti cautelari come la revoca degli amministratori" (par. 11). Per dubbi sulla costituzionalità dell'assetto complessivo dei controlli nella s.r.l. così delineato v. L. DE ANGELIS, *Amministrazione e controllo nella società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2003, 488; S. AMBROSINI, *Il problema di controllo giudiziario nella s.r.l., tra tentazioni «correttrici» degli interpreti e dubbi di incostituzionalità,* in *Giur. comm*., 2005, I, 375.

[17] Dall'estrazione di dati dal registro delle imprese effettuata dall'Osservatorio delle società e delle imprese istituito presso la Camera di commercio di Milano Monzabrianza Lodi, aggiornata al 31 dicembre 2021 (disponibile all'indirizzo *https://www.milomb.camcom.it/database-societario*) emerge, con riferimento alla distribuzione e all'andamento nel tempo delle tipologie di società adottate, che a fronte di una riduzione delle società di persone del 25,48% dal 2005 al 2021 vi è stato un significativo aumento del medesimo periodo del 63,51% società di capitali. Aumento che è stato trainato con forza dalle s.r.l., passate da 1.046.139 al 30 giugno 2005 a 1.775.716 al 31 dicembre 2021 (+69,74%).

[18] V., tra i primi commentatori, G.C. RIVOLTA, *Il controllo giudiziario sulla gestione nel nuovo diritto delle società,* in *Giur. comm.,* 2005, I, 755; D. CORAPI, *Il controllo interno delle s.r.l.*, in *Soc.*, 2003, 1572 ss.; F. MAINETTI, *Commento all'art. 2409*, in *Il nuovo diritto societario, Commentario* diretto

questione di legittimità costituzionale, non riconosciuta fondata dalla Consulta. Quest'ultima nel suo secondo pronunciamento è sembrata, tuttavia, aprirsi alla soluzione interpretativa volta a circoscrivere il recupero dell'art. 2409 almeno alle s.r.l. munite di un organo di controllo, giustificato in ragione dell'estensione a quest'ultimo da parte dell'art. 2477, comma 4, c.c. delle regole della s.p.a. sul collegio sindacale, tra le quali sarebbe rientrata l'attribuzione del potere di denuncia[19].

In ogni caso, già nella legge delega di riforma della materia fallimentare 19 ottobre 2017, n. 155 era indicato un principio e criterio direttivo relativo alla "applicabilità delle disposizioni dell'articolo 2409 alle società a responsabilità limitata, anche prive di organo di controllo" (art. 13, lett. f). Previsione poi trasfusa dal c.c.i.i. nell'attuale art. 2477, comma 6, c.c.[20], dando però luogo a varie

---

da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2014, 930-931; L. NAZZICONE, *La denunzia al tribunale per gravi irregolarità ex art. 2409 c.c.: le novità della riforma societaria*, in *Società*, 2003, 1078; A. PRINCIPE, *Il controllo giudiziario nel governo societario*, Milano, 2008, 197.

[19] Il primo intervento della Consulta (Corte cost. 14-29 dicembre 2005, n. 481, in *Giur. comm.*, 2006, II, 798) si esprime a favore della legittimità della scelta legislativa, mentre Corte cost., 7 maggio 2014, n. 116, in *Notariato*, 2014, 393, dichiara inammissibile la questione sollevata da Trib. Tivoli 29 marzo 2012, in *Società*, 2013, 149 osservando che il giudice rimettente non aveva tenuto in considerazione le modificazioni apportate all'art. 2477 c.c. dalla l. 4 aprile 2012, n. 35, e segnatamente l'esplicita previsione di applicabilità all'organo di controllo della s.r.l. delle disposizioni sul collegio sindacale di s.p.a. In giurisprudenza, per la proponibilità della denuncia da parte dei sindaci di s.r.l. si erano espressi Trib. Roma, 1° dicembre 2004, in *Giur. comm.*, 2006, II, 81; Trib. Napoli, 14 maggio 2008, in *Società*, 2009, 1015; Trib. Milano 26 marzo 2010, in *Giur. comm.*, 2011, II, 500; Trib. Bologna 4 febbraio 2015, in *Società*, 2015, 636; Trib. Torino 17 aprile 2018, in *Foro it.*, 2018, I, 2511; Trib. Milano 12 aprile 2018, in *Società*, 2018, 1192. Sulla posizione dell'assoluta inapplicabilità dell'art. 2409 c.c. alle s.r.l. si sono invece attestati Trib. Bologna, 21 ottobre 2004, in *Società*, 2005, 357; Trib. Firenze, 25 ottobre 2011, in *Società*, 2012, 5; Trib. Napoli, 31 luglio 2018, in *Società*, 2019, 691 ss.; nonché, nella giurisprudenza di legittimità, Cass. 13 gennaio 2010, n. 403, in *Giur. comm.*, 2011, II, 500. Per una dettagliata ricostruzione del dibattito v. oggi A. PRINCIPE, **Art**. **2409 c.c. e s.r.l.**: **un necessario reinserimento**, in *La società a responsabilità limitata. Un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 891; S. MASTURZI, *Tanto tuonò che piovve: la reintroduzione del controllo giudiziario ex art. 2409 c.c. nella s.r.l.*, il *Nuovo dir. soc.,* 2019, 845; S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l. alla luce del d.lgs. 14/2019*, ivi, 897; A. BERTOLOTTI, *Società per azioni. Collegio sindacale. Revisori. Denunzia al tribunale*, Torino, 2015, 548; G. ROMANO, *Denunzia al tribunale,* in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, II, Milano, 2022, 2184.

[20] Per N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e Codice della crisi,* in *La società a responsabilità limitata. Un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 868-869, con questa norma "si ripristina (…) la situazione anteriore alla riforma societaria del 2003, facendo *tabula rasa* di tre lustri di dibattiti che avevano condotto a conclusioni univoche soltanto per le società prive di organo di controllo, nelle quali era unanime l'esclusione di un residuo spazio applicativo

difficoltà di ricostruzione dell'istituto, in particolare con riguardo al quadro complessivo delle legittimazioni previste dall'art. 2409, che nella s.r.l. si presenta complesso sia sotto il profilo soggettivo (*infra*, parag. 3), sia sotto quello dell'imputazione delle irregolarità denunciabili dai vari legittimati (*infra*, parag. 7).

2. Il ruolo della denuncia al tribunale nell'evoluzione normativa del sistema dei controlli sulla gestione societaria. Il ricorso al tribunale rappresenta oggi un presidio fondamentale del sistema dei controlli. In questo necessariamente integrato, però da considerare sotto il profilo concettuale (e non giuridico) tendenzialmente di ultima istanza; come, nel diritto societario, ogni ricorso all'autorità giudiziaria e qui tanto più non intervenendo dall'esterno ed *ex post*, ma incidendo sulla vita sociale mentre le irregolarità sono in corso. Un rimedio, dunque, da attivare allorché tutti gli altri meccanismi d'autonomia si siano rivelati insufficienti a (o incapaci di) prevenire e (o) reprimere condotte abusive degli amministratori[21]. Non ne vanno però enfatizzate caratteristiche quali l'episodicità e l'estraneità non solo alla sfera privata, ma allo stesso mercato

all'istituto del controllo giudiziario su iniziativa di frazioni più o meno qualificate del capitale sociale, potendo i soci promuovere rimedi accordati, in una prospettiva di autotutela privatistica, ad ogni componente della compagine sociale (segnatamente dai commi 2 e 3 dell'art. 2476 c.c.)".

[21] Cfr, tra gli altri, G. FERRI, *Le società*[2], in *Tratt. Vassalli,* X, Torino, 1971, 794, 790; A. PIRAS, *Controlli interni ed esterni,* in *Il diritto delle società per azioni. Problemi, esperienze, progetti,* a cura di P. Abbadessa e A. Rojo, Milano, 1993, 321; V. ALLEGRI, *Gli amministratori,* in AA. VV., *Diritto commerciale*[3], Bologna, 1993, 305, che parla di un rimedio che "complet[a] gli strumenti previsti al fine di assicurare la corretta gestione della società, quando gli altri [...] si rivelino preclusi o inadeguati"; ma già A. GRAZIANI, *Diritto,* cit., 402 che si riferisce a "un'attività di controllo sulla ordinata gestione della società, limitata ai casi di maggiore gravità". Il fatto che "siano anzitutto i soci a comporre i loro dissidi" è "priorità logica di un'economia di mercato" secondo l'avviso di R. WEIGMANN, *Controlli e rimedi,* in *La riforma delle società per azioni non quotate,* a cura di M. Porzio, M. Rispoli Farina e G. Rotondo, Milano, 2000, 93. Più in generale, sul rapporto tra strumenti di autotutela ed eterotutela nel diritto societario, A. MUNARI, *Le società tra mercato, controllo giurisdizionale e autonomia privata,* in *Il diritto delle società tra controllo giurisdizionale e autonomia privata,* a cura di A. Munari e G.M. Zamperetti, Milano, 1997, 11; R. RORDORF, *Le minoranze azionarie tra autotutela ed eterotutela,* in *Soc.,* 2002, 286; S. ROSSI, *Autotutela ed eterotutela delle minoranze nel controllo giudiziario ex art. 2409,* in *Riv. dir. comm.,* 2010, 529, alla quale si rinvia anche per un parallelismo tra la denuncia al tribunale e istituti similari previsti dagli ordinamenti stranieri, ma con una più ridotta funzione informativa nei confronti dei soci, quali l'*expertise de gestion* dell'ordinamento francese e la *Sonderprüfung* tedesca (sui quali cfr anche F. PERNAZZA, *La denunzia al tribunale per gravi irregolarità (art. 2409 c.c.): profili di diritto comparato. Gli ordinamenti francese, tedesco e spagnolo,* in AA. VV., *La denunzia al tribunale per gravi irregolarità (art. 2409 c.c.). Rapporti tra volontaria giurisdizione e autonomia privata - Incontro di studio, Roma 5 febbraio 1999,* Roma, 2000, 111; N. DE LUCA, *Nota sulla recente riforma della Sonderprüfung nell'ordinamento tedesco delle società per azioni,* ivi, 145).

in senso lato, che spesso sottendono un alone negativo di rottura ingiustificata della libertà delle imprese e dei mercati[22].

Dall'integrazione della denuncia nel sistema dei controlli deriva la necessità di un collegamento tra il versante interno e quello giudiziario di questi presidi, assicurato dalla valorizzazione – e non colpevolizzazione – dell'organo di controllo interno, distinguendo le irregolarità dei controllori e quelle dei gestori e attribuendo anche ai primi il potere di denuncia delle condotte censurabili dei secondi. Opzioni che, in effetti, attraversano oggi trasversalmente tutte le società di capitali, quale che sia il modello di amministrazione e controllo adottato e il grado di apertura al mercato del capitale di rischio della società. E che, nondimeno, rappresentano acquisizioni relativamente recenti per il nostro ordinamento, collocabili solo alla fine degli anni '90 del secolo scorso.

2.1. Dal codice di commercio del 1882 al codice civile del '42. Se il codice di commercio del 1882 già prevedeva (art. 153) la denuncia da parte della minoranza al tribunale di commercio del sospetto di una "grave irregolarità nell'adempimento dei doveri degli amministratori e dei sindaci", l'ingresso a pieno titolo della denuncia nel sistema dei controlli sulla gestione societaria è certamente un merito del codice del '42, che ha significativamente rafforzato gli strumenti di reazione del tribunale affiancando al potere di convocazione dell'assemblea previsto dal codice di commercio quelli "più ampi e penetranti" di revoca e sostituzione degli organi sociali con un amministratore giudiziario[23].

[22] Caratteri che lo distanziano profondamente dalle altre tipologie di controlli esterni, e segnatamente da quelli svolti da autorità amministrative indipendenti, i quali sono caratterizzati sia dalla sistematicità, sia dall'appartenenza al mercato, sia pure in posizione sovraordinata e pubblicistica: G. PRESTI, *Il sistema dei controlli esterni sull'attività sociale,* in *Società,* 2005, 302; A. PIRAS, *op. cit.*, 322.

[23] Così la *Relazione Grandi*, cit., § 176, sottolineando che "mentre il codice vigente, anche nel caso in cui la denunzia risulti fondata, si limita ingenuamente a disporre che l'autorità giudiziaria rimetta la situazione nelle mani dell'assemblea, il nuovo codice attribuisce all'autorità giudiziaria poteri ben più ampi e penetranti". All'amministratore giudiziario viene inoltre attribuito il potere di esercitare l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli organi sociali revocati, eliminando un ulteriore ostacolo all'efficienza del rimedio all'interno del sistema previgente, nel quale "la tutela della minoranza, paradossalmente, era affidata alla maggioranza" anche in presenza di una denuncia fondata (così R. TETI, *Il controllo giudiziario,* in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras,* Torino, 2010, 556; l'evoluzione dell'istituto nel passaggio dal codice di commercio al codice civile è ricostruita anche da A. PRINCIPE, *Il*

Passata in secondo piano l'originaria funzione di fornire ai soci, tramite l'ispezione dei libri della società ordinata dal tribunale, informazioni utili ai fini di un consapevole esercizio delle loro prerogative, la denuncia si è così trasformata a pieno titolo in un "intervento non già diretto a spostare le responsabilità, ma a prevenire i danni"[24]. Con un significativo rafforzamento[25] della tutela delle minoranze, realizzato aprendo una breccia nell'insindacabilità degli *interna corporis* delle società per azioni per consentire al tribunale un controllo non più orientato esclusivamente al risarcimento del danno cagionato alla società – dunque *ex post,* nell'ambito dell'azione sociale di responsabilità che l'art. 2393 continuava a riservare all'assemblea[26] – ma anche alla prevenzione del danno[27].

---

controllo giudiziario, cit., 19; S. ROSSI, *op. cit.*, 510; A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale ex art. 2409 c.c. Gli interessi tutelati,* in *Giur. comm.,* 1999, I, 145).

[24] In questi termini già si esprimono i *Lavori preparatori del codice di commercio,* I, Roma, 1883, 428, con riferimento all'istituto previsto dall'art. 153 cod. comm., ma è evidente che in quel sistema la denuncia al tribunale raggiunge, al più, lo stesso obiettivo della "denuncia ai sindaci (art. 152 cod. comm.) e cioè rendere edotta l'assemblea di quei comportamenti degli amministratori, denunciati dai soci", non conosciuti dall'assemblea e "sfuggiti al controllo dei sindaci": R. TETI, *Il controllo giudiziario*, cit., 556.

[25] Sottolineato dalla *Relazione Grandi*, cit., § 177.

[26] Nel sistema di tutela degli interessi patrimoniali pregiudicati dalla gestione degli amministratori predisposto dal codice civile, il procedimento *ex* art. 2409 c.c. si configura per le minoranze anche come un "sostituto" dell'azione sociale di responsabilità (così R. TETI, *Il controllo giudiziario*, cit., 562-563; S. ROSSI, *op. cit.*, 511) nell'ipotesi, certamente possibile, in cui il rimedio sia esperito *ex post,* quando le irregolarità hanno già prodotto un danno, ferma la diversità di presupposti tra i due istituti, posto che già "nell'intenzione del legislatore dell' 82 [...] si era voluto sganciare l'intervento del tribunale da ogni questione relativa alla responsabilità degli amministratori": così A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale,* cit. 151. Questa funzione si scolorisce, tuttavia, con la successiva evoluzione normativa, che ha attribuito anche alle minoranze la possibilità di esercitare l'azione sociale di responsabilità, dapprima nelle quotate (art. 129 t.u.f., abrogato dal d. lgs. n. 37/2004) e poi in tutte le società per azioni (art. 2393-*bis* c.c.). Peraltro, mentre in origine il testo unico richiede alle minoranze il raggiungimento della medesima aliquota di capitale (5%) sia per presentare la denuncia al tribunale, sia per proporre l'azione sociale di responsabilità, dopo la legge sul risparmio quest'ultima aliquota è dimezzata in tutte le società aperte (comprese le quotate), mentre nelle società chiuse si assiste alla soluzione opposta (per proporre la denuncia *ex* art. 2409 c.c. è sufficiente il raggiungimento del decimo del capitale sociale e per l'azione di responsabilità il quinto): su queste scelte di disciplina, e per un tentativo di razionalizzazione, v. R. TETI*, Il controllo giudiziario*, cit., 563-564; R. LENER, *Controlli esterni e protezione delle minoranze nelle società quotate*, in *I controlli esterni nelle società quotate. Ordinamenti ed esperienze a confronto – Atti del Convegno del 23 giugno 2003*, a cura di C. Amatucci, Milano, 2005, 170.

[27] Cfr G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.p.a.,* in *Trattato di diritto privato* diretto da P. Rescigno, 16, t. 2, Torino, 1985, 600; V. ALLEGRI, *Denuncia di gravi irregolarità e tutela delle minoranze,* in *Giur. comm.,* 1980, II, 755; A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* in *Enc. giur.,* XXIX, Roma, 1993, 16; V. CERAMI, *Il controllo giudiziario sulle società di capitali,* Milano, 1954, 38, 129; M.J. BONELL, *Intervento giudiziario ex art. 2409 c.c. e gravi irregolarità,* in *Riv. dir. comm.,* 1969, II, 223; R. PROVINCIALI, *Natura giuridica, impugnabilità*

Tuttavia, si alimentava al tempo stesso una contraddizione interna ai controlli, poiché formalmente non si abbandonava la configurazione del procedimento *ex* art. 2409 come un *posterius* rispetto alla denuncia di fatti censurabili al collegio sindacale (art. 2408 c.c.), da esperirsi nell'ipotesi di inerzia o inefficienza dell'intervento di quest'organo[28]. In questo senso deponeva, più che la sequenza delle relative norme nell'impianto codicistico[29], la scelta di mantenere ancorata la denuncia al tribunale al presupposto di gravi irregolarità riferibili congiuntamente agli amministratori e ai sindaci[30], come già nell'art. 153 cod. comm.

Non mancava però la consapevolezza che, soprattutto in un sistema nel quale la carenza di poteri reattivi rendeva istituzionalmente inefficiente il controllo sindacale[31], avallare il carattere di rimedio privo di autonomia alla denuncia al

---

e intervento nel procedimento ex art. 2409 c.c., in *Dir. fall.*, 1956, II, 312. Nel sistema delineato dal codice del '42, un analogo risultato di prevenzione non può essere conseguito neppure attraverso i rimedi c.d. demolitori, posto che nel codice civile vi è inizialmente un'unica ipotesi espressa di impugnazione delle deliberazioni consiliari, concernente il conflitto d'interessi (art. 2391 c.c.). Per il (diverso) orientamento prevalso in giurisprudenza e sulle nuove ipotesi di invalidità delle delibere consiliari introdotte dalla riforma del 2003 v. G.D. MOSCO, *Commento agli artt. 2380*-bis-*2389*, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 632, ove ult. rif.

[28] V. A. PIRAS, *op. cit.,* 321-322.

[29] V. S. LA CHINA, *Società (Ispezione),* in *Enc. dir.,* XLII, Milano, 1990, 1152.

[30] A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale,* cit., 151 ricorda come l'abbinamento fra irregolarità degli amministratori e irregolarità dei sindaci, ereditato dall'art. 153 cod. comm., sia frutto di una "decisione frettolosa ma niente affatto casuale, poiché poneva il suggello ad una precisa e più ampia scelta già effettuata dal legislatore. Consentire l'intervento dell'autorità giudiziaria dietro denunzia dei soci o del p.m., pure in presenza di un perfetto comportamento del collegio sindacale (vale a dire quando, già per ipotesi, l'assemblea era stata investita dei provvedimenti da prendere sui «fatti censurabili» degli amministratori), significava sottrarre, in quello stesso momento, al gruppo di comando della società il potere di controllo sulla buona gestione dell'impresa sociale; significava, insomma, condizionare rigorosamente il dominio della maggioranza assembleare, invertendo una prospettiva e abbracciandone altra estranea, anzi, addirittura in contrasto con l'intero sistema del codice di commercio". Da qui la tesi del carattere residuale o sussidiario del rimedio.

[31] La mancanza di adeguati poteri di reazione alle violazioni gestorie è stata tradizionalmente indicata dalla dottrina come una delle principali inefficienze della funzione di vigilanza dei sindaci costruita dal codice civile: cfr in tal senso, *ex plurimis,* G. FERRI, *I controlli interni nelle società per azioni*, in AA. VV., *Controlli interni ed esterni delle società per azioni – Atti del Convegno di Como 1-3 ottobre 1971,* Milano, 1972, 13, ora in ID., *Scritti giuridici*, III, Napoli, 1990 (da cui si cita), 1203, secondo il quale alla "complessa attività di vigilanza che si puntualizza sul collegio sindacale e che si concreta in una giustapposizione di funzioni, talune di natura tecnico contabile, altre di natura più squisitamente amministrativa, [...] non corrispondono in verità poteri decisionali. [...] Il loro potere consiste nel riferire i fatti all'assemblea o tutt'al più nel fare delle proposte, mentre a questa e soltanto a questa spettano i poteri decisionali"; F. VASSALLI, *Sindaci (collegio dei):* b) *Diritto commerciale,* in *Enc. dir.,* XLII, Milano, 1990, 736, il quale si chiede se la carenza di poteri

tribunale, quanto meno nel senso di presupporre irregolarità imputabili anche all'organo di controllo interno, avrebbe significato decretarne il fallimento sotto il profilo dell'effettività[32]. Tanto che dottrina e giurisprudenza reagivano al "grave difetto" di una disciplina normativa che non sganciava "le irregolarità dei sindaci dalle contemporanee irregolarità degli amministratori"[33] considerando sufficienti ai fini della denuncia le sole irregolarità degli amministratori ovvero, più frequentemente, addebitando ai sindaci generiche violazioni del dovere di vigilanza sancito dall'art. 2403 c.c., ancorché relative a fatti ulteriori e diversi rispetto a quelli imputati agli amministratori[34].

---

reattivi in capo al collegio sindacale fosse realmente una 'carenza' della legislazione all'epoca vigente o, piuttosto, fosse "ricollegabile alla funzione, altrettanto limitata e strumentale, dello stesso ufficio sindacale nel vigente ordinamento", incentrata prevalentemente su attività di riscontro contabile. Non è un forse un caso, infatti, che le più autorevoli proposte di riforma del collegio sindacale formulate prima del d. lgs. n. 6/2003 suggerissero esplicitamente l'introduzione nel nostro ordinamento del sistema dualistico e, dunque, la sostituzione del collegio sindacale col consiglio di sorveglianza al fine di superare l'imbarazzo di attribuire ai sindaci incisivi poteri reattivi (da C. VIVANTE, *Contributo alla riforma delle società anonime*, in *Riv. dir. comm.,* 1934, I, 309 ss.; passando per G. FERRI, *op. ult. cit.,* 1204, fino a ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. Cento tesi per la riforma del governo societario in Italia,* Bologna, 1997, 71 ss.).

[32] Effettività da intendersi collegata "alla reale applicazione e (o) al rilievo operativo" dell'istituto: per questa e altre accezioni del termine cfr G.D. MOSCO, *Introduzione,* in *Studi sull'effettività delle regole societarie,* Roma, 2011, 10. L'idea che, ai fini della denuncia *ex* art. 2409 c.c., le irregolarità degli amministratori non potessero essere disgiunte da quelle dei sindaci, in un primo momento prevalente in dottrina e giurisprudenza (D. PETTITI, *Sul procedimento di denuncia al Tribunale ai sensi dell'art. 2409 c.c.,* in *Riv. dir. comm.,* 1952, II, 281; V. PANUCCIO, *Il procedimento disciplinato dall'art. 2409 c.c. nel sistema dei controlli sulla società per azioni,* in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1954, 708; G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione,* in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 5, Torino, 1988, 196, e ID., *Il controllo giudiziario sull'amministrazione delle società di capitali,* Padova, 1965, 100; G. FERRI, *Le società,* cit., 790; App. Catania, 20 dicembre 1969, in *Dir fall.,* 1970, II, 512; App. Cagliari, 3 settembre 1976, in *Giur. comm.,* 1977, II, 509) è stata gradualmente superata: v. G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 595; e già G.E. COLOMBO, *Recensione a G.U. Tedeschi,* in *Riv. dir. civ.,* 1966, I, 238; G. COTTINO, *Società per azioni,* in *Noviss. Dig. it.,* Torino, 1970, 642, nt 4; Trib. Reggio Emilia, 1° settembre 1986, in *Società,* 1987, 179; Trib. Torino, 15 settembre 1989, *ivi*, 1990, 778; Trib. Cassino, 19 aprile 1991, *ivi*, 1991, 1520; Trib. Roma, 13 luglio 2000, in *Giur. it.,* 2000, 2103.

[33] A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* cit., 13, il quale considera tuttavia possibile "che a base della denunzia siano posti fatti che riguardano comportamenti irregolari dei sindaci, peraltro non direttamente collegati alle irregolarità contemporaneamente denunziate degli amministratori [...]. Motivo che appunto giustifica nella logica del legislatore – e sempre che quelle *diverse* irregolarità sussistano – l'inutilità del passaggio attraverso il controllo interno (*ex* art. 2408 c.c.), presupponendosi di già la sua inefficienza".

[34] Così, per esempio, Trib. Roma, 12 agosto 1978, in *Giur. comm.,* 1979, II, 37. In realtà, in un sistema in cui i sindaci sono sprovvisti di poteri di reazione è abbastanza agevole addebitare loro un'omessa vigilanza sulle irregolarità degli amministratori e, di conseguenza, associarli costantemente agli amministratori in un procedimento di denuncia *ex* art. 2409 c.c. Del resto, anche il tentativo di superare per via interpretativa il riferimento congiunto alle irregolarità di amministratori e sindaci contenuto nell'art. 2409 c.c. – proposto da G. DOMENICHINI, *Il controllo*

In definitiva, superato il presunto ostacolo rappresentato dall'art. 2408 c.c., le due forme di controllo sulla gestione – dell'organo a ciò deputato e giudiziario – hanno iniziato a rappresentare due sponde realmente diverse del sistema dei controlli societari: il che ha spianato la strada al predominio della denuncia al tribunale nel panorama dei controlli societari attivabili dalla minoranza[35].

2.2. Il testo unico della finanza del 1998. The State A livello normativo, invece, fino alla riforma del 2003 l'evoluzione del sistema dei controlli ha interessato nella sostanza solo le società quotate e quelle vigilate, in particolare banche e assicurazioni. E anche per queste solo marginalmente il controllo giudiziario[36] per concentrarsi, invece, sul versante endo-societario dei controlli – per la prima volta anche su quello dell'*internal control* – nel tentativo di colmarne il *gap* di efficienza ed effettività rispetto agli altri presidi[37].

In particolare, la nuova architettura dei controlli endosocietari disegnata con riferimento alle quotate dal t.u.f. del 1998 ha rivitalizzato il collegio sindacale sottraendogli le storiche competenze di riscontro contabile per incentrarne l'attività di controllo sui contenuti della gestione[38]. Il mantenimento del controllo giudiziario[39] e l'attribuzione al collegio del potere di denuncia al tribunale operata

---

giudiziario, cit., 597 sull'assunto che "la regolarità della gestione è una finalità che il legislatore ha mostrato di voler perseguire anche contro la volontà della maggioranza", a tal fine consentendo al tribunale di adottare provvedimenti "che vanno ben oltre la semplice convocazione dell'assemblea (com'era invece nel codice di commercio)" – non è esente da critiche: e vedile riassunte in A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* cit., 13.

[35] Alla fine del secolo scorso, R. ALESSI, *Art. 2408 e dintorni: le iniziative dei sindaci,* in *Controlli societari e governo dell'impresa,* a cura di Predieri, Torino, 1999, 172 sottolineava che da una semplice ricerca giurisprudenziale si evinceva l'autonomia delle denunce *ex* artt. 2408 e 2409, concludendo che: "a) *i sindaci agiscono e controllano poco*, né i soci percepiscono le loro iniziative come rilevanti, ricorrendo poche volte alla denuncia *ex* art. 2408 c.c. e, b) quando vi è una verifica di fatti censurabili da parte dei sindaci, essa si svolge comunque in maniera non traumatica e *non sfocia quasi mai in un contenzioso*".

[36] Con l'estensione delle gravi irregolarità denunciabili a quelle della società di revisione operata dall'art. 2, comma 8, d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, poi abrogato dall'art. 214, comma 1, lett. t), t.u.f.

[37] G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Lo scudo e la lancia nella guerra dei "subprimes": ipertrofia e perforabilità del sistema dei controlli,* in *AGE,* 2009, 92.

[38] G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Lo scudo e la lancia*, cit., 94.

[39] Sulla cui opportunità si era discusso: v. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *op. cit.,* 123. E anche dopo il t.u.f. cfr G. BISOGNI, *Il dibattito all'interno della commissione interministeriale per la riforma del diritto societario,* in AA. VV., *La denunzia al tribunale per gravi irregolarità (art. 2409 c.c.).*

dall'art. 152 sono state scelte rilevanti per dare forza effettiva a questa ridefinizione funzionale. I sindaci, infatti, si sono visti per la prima volta riconoscere un potere di reazione nei confronti degli abusi gestori indispensabile per svolgere in maniera efficiente i propri compiti di vigilanza e per avere la concreta possibilità di dissociare le proprie responsabilità da quelle dei soggetti controllati[40]. Dissociazione che l'art. 152 t.u.f. delineava anche facendo conseguire alla denuncia di irregolarità degli amministratori da parte del collegio sindacale la facoltà per il tribunale di revocare solo questi ultimi[41].

L'attribuzione al collegio sindacale del potere di avviare il procedimento di controllo giudiziario operata dall'art. 152 t.u.f. ha dunque portato a compimento quella "proficua combinazione tra controllo esterno e controllo interno"[42] che già negli anni immediatamente successivi all'entrata in vigore del codice del '42 la dottrina più attenta considerava fondamentale per la tutela degli investitori.

Rapporti tra volontaria giurisdizione e autonomia privata - Incontro di studio, Roma 5 febbraio 1999, Roma, 2000, 106.

[40] Cfr P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario,* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, II, Milano, 1999,1775; C. RABITTI BEDOGNI, *Commento all'art. 152,* in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,* a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 808; G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* in *Testo unico della Finanza. Commentario,* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1269, che parla di completamento del "momento sanzionatorio del controllo sindacale [...] in termini decisamente innovativi; diversamente G. MUSCOLO, *La legittimazione dei sindaci delle s.p.a. quotate alla denuncia al tribunale ex art. 2409 c.c.,* in *Società*, 1998, 757, che attribuisce alla disposizione contenuta nell'art. 152, comma 1, t.u.f. valenza ricognitiva di un orientamento giurisprudenziale che già sanzionava la mancata sollecitazione del potere di denuncia del p.m. da parte del collegio (su cui v. *infra,* nt 85). Per S. AMBROSINI, *Commento all'art. 152,* in *La legge Draghi e le società quotate in borsa,* a cura di G. Cottino, Torino, 1999, 300, la legittimazione alla denuncia del collegio sindacale confermerebbe il rilievo di interessi esterni alla società nel procedimento *ex* art. 2409 c.c.; ma v., in senso contrario, per la neutralità della legittimazione dell'organo di controllo nel dibattito sugli interessi tutelati dalla denuncia, G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1270; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409*, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 783784.

[41] G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1269-1270; M. BUSSOLETTI, *Procedimento ex art. 2409 c.c.: nuove legittimazioni nel quadro dei controlli sulle società quotate*, in *Giur. comm,* 2000, I, 342, parla di "importantissima innovazione" che avrebbe realizzato una "rottura del fronte comune amministratori-sindaci nell'organizzazione delle società quotate".

[42] In questi termini G. COTTINO, *Legge di programmazione e società per azioni: riforma anno primo?,* in *Arch. giur.*, 1968, 141, osservando che a tal fine sarebbe stato opportuno "un rinvigorimento dell'organo sindacale"; considera il giudizio frutto di una "eccessiva fiducia nel sistema" dei controlli all'epoca vigente C. MONTAGNANI, *Ideologia corporativa e controllo giudiziario sulle società di capitali,* Padova, 2008, 245.

2.3 La riforma societaria del 2003. La riforma del diritto societario del 2003 ha esteso a tutte le s.p.a. l'imputazione ai soli amministratori delle "gravi irregolarità", apportando inoltre all'istituto una serie di novità volta a salvaguardare per quanto possibile l'autonomia della società che, però, ai più è sembrata andare nella direzione di un depotenziamento del rimedio, in controtendenza rispetto al processo di rafforzamento del sistema dei controlli societari che ha caratterizzato l'evoluzione del nostro ordinamento societario e con almeno il rischio di un *vulnus* delle minoranze[43].

La riforma, che sul versante dei controlli interni si è limitata a estendere a tutte le società per azioni le scelte compiute dal t.u.f., con riferimento al controllo giudiziario è infatti intervenuta direttamente sui presupposti della denuncia e sullo svolgimento del procedimento, nonostante la mancanza nella legge delega di indicazioni in tal senso[44] e la buona prova data dall'istituto nei sessant'anni di vigenza del codice civile. Le "gravi irregolarità" sono state connotate con dei requisiti ulteriori, dalla necessaria inerenza alla "gestione", fino, soprattutto, all'idoneità ad "arrecare danno alla società o ad una o più società controllate".

[43] V., con specifico riferimento al requisito del danno, *infra,* paragr. 5, anche per i riferimenti alle diverse posizioni degli interpreti, non tutti convinti dell'effettiva portata negativa, in termini di rilievo del controllo giudiziario, delle novità legislative. Sul depotenziamento del controllo giudiziario e sull'inversione di rotta del legislatore v. per es. S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* in *Trattato di diritto commerciale,* diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 818. In argomento anche G.C. RIVOLTA, *op. cit.*, 755, N. ROCCO DI TORREPADULA, *Le "gravi irregolarità" nell'amministrazione della società per azioni,* Milano, 2005, 2 e G. TERRANOVA, *Controllo giudiziario e tutela delle minoranze nelle società per azioni,* in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 134.

[44] La legge delega per la riforma del diritto societario n. 366/2001 si occupa del controllo giudiziario soltanto: *(i)* all'art. 4, comma 2, n. 4, per richiedere l'introduzione della legittimazione alla denuncia del collegio sindacale e dei corrispondenti organi di controllo dei sistemi alternativi di *governance* nelle sole società per azioni che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e senza dunque menzionare alcuna modifica ai presupposti dell'istituto; *(ii)* all'art. 5, comma 2, lett. g), per l'estensione della denuncia alle cooperative diverse da quelle costituzionalmente riconosciute. Si è perciò dubitato della legittimità costituzionale delle modifiche introdotte all'art. 2409 c.c. dal d. lgs. n. 6/2003 sotto il profilo dell'eccesso di delega: v. E. DALMOTTO, *Commento all'art. 2409*, in *Il nuovo processo societario*[2]*,* diretto da S. Chiarloni, II, Bologna, 2008, 1494; C. MONTAGNANI, *Il controllo* cit., 1112, secondo cui "l'impressione che si traeva dalla delega e che, in corso d'opera, fu confermata da incolte quanto insincere dichiarazioni di chi la stava attuando [...], era che la riforma non avrebbe inciso sull'art. 2409 c.c., se non, nelle società azionarie, per legittimare, direi *espressamente,* i componenti dell'organo di controllo"; V. SALAFIA, *Commento all'art. 2409*, in *Commentario alla riforma delle società diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari. Collegio sindacale – Controllo contabile,* a cura di F. Ghezzi, Milano, 2005, 305, e ID., *La riforma del controllo giudiziario previsto dall'art. 2409 c.c.*, in *Società*, 2002, 1329.

Inoltre, è stato previsto il blocco temporaneo del procedimento se, dopo la denuncia, è la stessa società a intervenire per accertare la sussistenza delle violazioni e per porvi rimedio.

Non si può escludere che la volontà del legislatore del 2003 fosse proprio quella di addivenire a un "risultato di «deflazione» del controllo giudiziario sulla gestione della società". Non è però certo che si sia voluto puntare a una riduzione non solo quantitativa ma anche qualitativa[45] e, comunque, si può dubitare che l'intenzione sia effettivamente riuscita a trovare un riscontro normativo oggettivo tale da obbligare gli interpreti a prenderne semplicemente atto e a comportare, in ogni caso, un effettivo ridimensionamento dell'istituto, che la pratica sembra in effetti smentire[46].

2.4 Il Codice della crisi del 2019. A ogni buon conto, a rinvigorire a livello normativo l'istituto ha provveduto, a distanza di quindici anni dalla riscrittura dell'art. 2409 da parte della riforma del diritto societario, il codice della crisi del 2019, che ha nuovamente mutato il delicato equilibrio che si era venuto a creare nella regolamentazione.

Sebbene l'unica modifica direttamente apportata all'istituto dal d. lgs. n. 14/2019 sia consistita nel suo reinserimento nella disciplina delle s.r.l., già nella legge delega di riforma della materia fallimentare questo reinserimento veniva collegato al dovere – oggi sancito dal comma 2 dell'art. 2086 c.c. e introdotto dall'art. 375, comma 2, del c.c.i.i. a carico di qualsiasi imprenditore "che operi in forma societaria o collettiva – "di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità

[45] S. ROSSI, *op. cit.*, 547; A. PRINCIPE, *Il controllo giudiziario*, cit., 120, ricostruendo la storia della riforma, giudica il mutamento di rotta del legislatore con riferimento all'art. 2409 c.c. come "frutto di un compromesso", affermando che "controverso non è stato il riconoscimento della presenza di interessi collettivi nella corretta gestione societaria ma lo strumento per tutelare questi interessi: se cioè potessero essere garantiti dal gioco del mercato o, invece, dovesse essere mantenuto lo stesso assetto costruito dal legislatore del '42".

[46] La norma, del resto, risente "in modo particolare delle condizioni di contesto in cui […] si trova ad operare, […] quasi a rappresentare il punto di rilevazione dei valori in esso dominanti": S. ROSSI *op. cit.*, 504. Per l'imprescindibilità di un'interpretazione sistematica dell'istituto già G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 592.

aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale". E, con un tormentato percorso di revisione normativa nella regolamentazione dell'incidenza della previsione sui diversi tipi societari, in tutti è stato stabilito che "l'istituzione degli assetti di cui all'articolo 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori"[47].

Per tale via ha assunto rilievo onnicomprensivo per le società, e in genere per le imprese entificate, la scelta compiuta dalla riforma del 2003 con riguardo alla s.p.a. (art. 2381 c.c.) di fare degli assetti il primo campo d'attuazione, sotto il profilo logico e temporale, dei doveri degli amministratori – anche, ma non solo, in funzione di una possibile crisi e della perdita del *going concern* – indicando nella loro adeguatezza una specificazione dei criteri di condotta ai quali gli amministratori devono attenersi allorché li configurano, attuano e verificano nel loro concreto funzionamento[48].

In questa prospettiva, nelle società di capitali la denuncia al tribunale costituisce oggi anche uno strumento di controllo sull'adeguatezza degli assetti e, pure grazie al requisito della potenzialità del danno fortemente criticato dopo la riforma del 2003 (ma comunque meno stringente del danno effettivo rilevante nelle azioni di responsabilità), riacquista una funzione generale di natura

[47] Il successivo art. 377 c.c.i.i. prevedeva con una norma sostanzialmente identica per tutti i tipi societari – e dirompente per società di persone e s.r.l. – la sostituzione del primo comma degli artt. 2257, 2380-*bis*, 2409-*novies*, 2475 del codice civile per affermare che "la gestione dell'impresa si svolge nel rispetto della disposizione di cui all'art. 2086, secondo comma, e spetta esclusivamente agli amministratori, i quali compiono le operazioni necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale". Fortunatamente il decreto correttivo 26 ottobre 2020, n. 147 con l'art. 40 ha diversamente articolato l'incidenza della previsione sui vari tipi societari, ora sostituendo (per tutti i tipi, salvo la s.p.a.), ora integrando (per la s.p.a.) il primo comma degli articoli sopra indicati, con conseguenze diverse pur sempre disponendo che "l'istituzione degli assetti di cui all'art. 2086, secondo comma, spetta esclusivamente agli amministratori". È venuta dunque meno l'incomprensibile attribuzione in via esclusiva della gestione agli amministratori nelle società di persone (e nella s.r.l.), ben difficilmente conciliabile con la ripartizione dei poteri di gestione in queste società: in argomento v., anche per ult. rif. G.D. MOSCO, *Il* **riparto** *delle competenze gestionali nelle s.r.l. dopo il codice della crisi,* in *Riv. soc.,* 2019, 1032; ID., *Funzione amministrativa,* cit., 1625 e ID., *L'amministrazione delle società di persone,* cit., 607.

[48] V. G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità di amministratori e sindaci nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2019, 130, e con specifico riferimento all'orientamento degli assetti in funzione della crisi IID., *Gli* amministratori*, il* tribunale e *il* convitato di pietra negli artt**.** 120-bis e 120-quinquies del codice della crisi, in AGE, 2023, 187, spec. 192.

preventiva volta anche "all'orientamento delle condotte e alla loro disciplina dall'esterno"[49].

Se oggi l'art. 2409 c.c. si inserisce indubbiamente in un quadro normativo caratterizzato dalla moltiplicazione dei meccanismi di protezione della società dalle condotte abusive degli amministratori e dal forte rafforzarsi dei poteri di controllo[50], non sembra dunque tramontata l'esigenza che il controllo giudiziario rappresenti il meccanismo di vivificante chiusura degli strumenti di controllo societario[51].

3. I legittimati attivi alla denuncia nelle s.p.a. e nelle s.r.l. 3.1. Il problema dei legittimati nelle s.r.l. aperte. Il raffronto tra s.p.a. e s.r.l. reso necessario dal ripristino del rimedio in quest'ultimo tipo societario suggerisce di sciogliere anzi tutto il nodo interpretativo della legittimazione attiva, connesso da un canto allo scalino normativo tra s.p.a. chiuse e aperte presente nell'art. 2409 c.c. con riferimento alle "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio", dall'altro canto alla possibilità (extra-codicistica) che oggi ha la s.r.l. di ricorrere al mercato del capitale di rischio.

Sotto il primo profilo, solo il potere di denuncia attribuito dal comma 7 dell'art. 2409 all'organo di controllo resta indifferente al ricorso al mercato del capitale di rischio da parte della società. Mentre lo diventa, anzitutto, per gli azionisti di minoranza, poiché la loro legittimazione è collegata dal primo comma al raggiungimento di una quota di partecipazione al capitale che nelle società

[49] Così A. BENOCCI, *op. cit.*, 466. L'espressione è stata poi ripresa da A. PRINCIPE, Art**.** 2409 c.c. e s.r.l., cit., 894 e da G. ROMANO, *op. cit.*, 2182.

[50] Non mancano peraltro sovrapposizioni e superfetazioni che fanno apparire il sistema dei controlli sulla gestione interni alla società "alla stregua di un grande ma dissestato mosaico, con tasselli mancanti, altri che si sovrappongono tra loro e tutti, o quasi, impossibilitati a combaciare perfettamente" (G.D. MOSCO e S. LOPREIATO*, Lo scudo e la lancia*, cit., 99). La recente legge "Capitali" n. 21/2024 ha inserito tra i principi e i criteri direttivi della legge delega per la riforma del t.u.f. prevista dal suo art. 19 quello (lett. h) di "assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo". Vanno comunque considerati anche i nuovi e importanti strumenti di tutela giudiziaria che si affiancano alla denuncia al tribunale, dall'azione sociale di responsabilità, che non è più prerogativa della maggioranza azionaria, ma può essere esercitata sia dalla minoranza, sia dal collegio sindacale a maggioranza di due terzi dei suoi componenti (art. 2393, comma 3, c.c.), alle ipotesi di impugnazione delle deliberazioni consiliari contenute all'art. 2388 c.c.

[51] *Retro,* all'inizio di questo paragr.

aperte è dimezzata rispetto a quelle chiuse (un ventesimo anziché un decimo).

Inoltre, l'apertura al mercato della s.p.a. determina la legittimazione anche del pubblico ministero, esclusa per le società chiuse dal comma 7 dell'art. 2409 (per le società quotate v. *infra,* parag. 3.2 e 3.3).

Sotto il secondo profilo, oggi ogni s.r.l. può astrattamente offrire al pubblico le proprie quote di partecipazione, pur se rimane una prerogativa delle s.r.l.-PMI la creazione di categorie di quote fornite di diritti diversi[52], suscettibili di circolare sia attraverso il regime di scritturazione contabile per il tramite di intermediari abilitati alla prestazione di servizi di *crowdfunding* già previsto dall'art. 100-*ter* t.u.f., sia attraverso il nuovo, vero e proprio regime di dematerializzazione in gestione accentrata *ex* art. 83-*bis* t.u.f.[53]

Ne inferisce che occorre domandarsi se vanno estese alle s.r.l. aperte le legittimazioni attive contemplate dall'art. 2409 per le s.p.a. che fanno ricorso al

[52] La chiusura del tipo s.r.l. è stata progressivamente scardinata da una serie di interventi legislativi (adottati a partire dal 2012 nella discutibile forma della decretazione d'urgenza) che ha creato nuove figure di s.r.l. presentandole formalmente come eccezioni allo *standard* codicistico di società impossibilitata a interagire col mercato del capitale di rischio. Ha cominciato il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 prevedendo a favore delle *start-up* innovative contestualmente introdotte nel nostro ordinamento alcune vistose deroghe al diritto societario comune, tra le quali spiccava per quelle costituite in forma di s.r.l. la possibilità che le loro quote di partecipazione fossero oggetto di offerta al pubblico sul mercato dei capitali, in particolare tramite portali di *crowdfunding.* Possibilità che il successivo d.l. 24 gennaio 2015, n. 3 ha esteso, insieme al restante regime societario di favore originariamente riservato alle sole *start-up* innovative, alla nuova figura di P.M.I. innovativa costituita in forma di s.r.l., che è stata così autorizzata – oltre che a raccogliere capitali attraverso portali online – a prevedere categorie di quote con contenuto e diritti diversi, a compiere operazioni sulle proprie partecipazioni se connesse all'attuazione di piani di incentivazione a favore di dipendenti e collaboratori nonché emettere strumenti finanziari. Due anni dopo il d.l. 24 aprile 2017, n. 50, sostituendo con l'acronimo "PMI" i riferimenti alle start-up innovative contenuti nelle norme derogatorie del diritto societario comune dettate dai commi 2, 5 e 6 dell'art. 26, d.l. n. 179/2012, le ha rese generalmente applicabili a tutte le PMI costituite sotto forma di s.r.l. indipendentemente dal carattere innovativo. Un ulteriore avanzamento nel processo di apertura della s.r.l. è stato compiuto in sede di attuazione interna del Regolamento (UE) 2020/1503 sui servizi di *crowdfunding* da parte del d. lgs. 10 marzo 2023, n. 30, il cui art. 1, comma 1, lett. d) ha sostituito integralmente il primo comma dell'art. 100-*ter* t.u.f. prevedendo in via generale – dunque, senza più alcun riferimento alle sole PMI – che le quote di partecipazione delle s.r.l. possano costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari anche attraverso le piattaforme di *crowdfunding*, in deroga all'art. 2468, comma 1, c.c., ma senza estendere a tutte le s.r.l. le sopra indicate deroghe codicistiche. Su questa evoluzione v. da ultimo, anche per ult. rif., P.P. PIRANI, *Verso la s.r.l. aperta: ultimo atto?*, in corso di pubblicazione su *Giur. comm.,* 2024, paragr. 3, consultato per cortesia dell'A.

[53] Sull'alternatività tra i due regimi v. oggi F. ANNUNZIATA, *Commento all'art. 3,* in *Commentario alla legge capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 21,* a cura di P. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 6; ASSONIME, *Circolare n. 6 del 13 marzo 2024 – Legge 5 marzo 2024, n. 21: interventi a sostegno della competitività del mercato dei capitali*, 19.

mercato del capitale di rischio, vale a dire quella spettante alla minoranza rappresentante il 5% del capitale sociale e quella del pubblico ministero[54].

Pur se il generico riferimento dell'art. 2325-*bis* alle "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio", per di più ai fini dell'applicazione dell'intero Titolo V ("Delle società") e non del solo Capo V appositamente dedicato alla s.p.a., potrebbe orientare verso una risposta positiva, è lo stesso combinato disposto dell'art. 2325-*bis* e del nuovo art. 2325-*ter* a indicare in termini puntuali quali siano le società da considerarsi tali. Società che, oltre a quelle quotate su mercati regolamentati, sono solo le "società per azioni" (come prevede lo stesso art. 2325-*bis*) che rientrano nella definizione ora contenuta nell'art. 2325-*ter*, anch'essa incentrata su azioni e azionisti. Società, dunque, tra le quali non sembra possano rientrare le società con "quote" – e non azioni – diffuse. S.r.l. che del resto dovrebbero rispettare tutti i requisiti indicati da quest'ultimo articolo[55], sempre che si giudichino compatibili con il tipo societario

[54] In un quadro normativo che nel complesso appare frammentato e privo di logica e organicità, sono state avanzate proposte volte a ricostruire in via ermeneutica uno statuto normativo della s.r.l. aperta: ora attraverso l'interpretazione adeguatrice, se non addirittura la disapplicazione, di alcune regole organizzative dettate dal codice per la s.r.l., per esempio quelle relative alle prerogative individuali di controllo spettanti al socio *ex* art. 2476, comma 2, valorizzando nei limiti del possibile il ruolo dell'autonomia statutaria in questa delicata attività di adattamento; ora attraverso l'applicazione, estensiva o analogica, di altre regole organizzative proprie della s.p.a., e in particolare di quelle applicabili alle società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio, considerate espressione di principi trasversali e trans-tipici connessi alla raccolta di tali capitali. In argomento cfr M. CIAN, *S.r.l. PMI, s.r.l., s.p.a.: schemi argomentativi per una ricostruzione del sistema*, in *Riv. soc*., 2018, 819 ss.; ID., *Dalla s.r.l. a base personalistica alle quote "finanziarie" e alla destinazione ai mercati: tante s.r.l.?*, in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi. Studi in onore di Oreste Cagnasso*, a cura di M. Irrera, Torino, 2020, 28; P. BENAZZO, *Categorie di quote, diritti di voto e governance della "nuovissima" s.r.l.: quale ruolo e quale spazio per la disciplina azionaria nella s.r.l. P.M.I. aperta?*, in *Riv. soc.*, 2018, 1459; Cagnasso, *S.r.l. aperta,* in **Digesto** *Disc. Priv. – sezione comm., Aggiornamento IX* diretto da R. Sacco, Torino, 2022, 315. Si tratta di proposte condivisibili in una prospettiva *de iure condendo,* che cercano di dare soluzione a lacune e incongruenze regolatorie che minano la concreta fruibilità dell'apertura al mercato della s.r.l. Proposte, però, che allo stato devono fare i conti con l'imperatività di molte delle disposizioni il cui ambito di applicazione dovrebbe essere ridotto o per converso esteso per comporre in via interpretativa lo statuto proprio della s.r.l. aperta, oltre a portare a un dettato normativo a geometria variabile anch'esso e assai più in contrasto con le esigenze di certezza delle regole applicabili: cfr. A. CETRA, *Le s.r.l.-P.M.I.: disciplina legale e autonomia statutaria*, in *Banca borsa*, 2020, 830; P.P. PIRANI, *op. cit.,* paragr. 5.

[55] Ormai, d'altra parte, non più tali da individuare società che facciano in effetti ricorso al mercato del capitale di rischio, considerato che l'art. 2325-*ter* non riporta più le c.d. condizioni qualitative che dimostrano il ricorso (volontario) a questo mercato, in passato previste dal comma 2 dell'articolo 2-*bis* del Regolamento Emittenti (adottato con delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni, di seguito Reg. Emittenti): v. ASSONIME, *Circolare n. 6*,

in questione[56]. E che sarebbero pertanto da contare sulle dita di una mano, già essendo ridottissime le s.p.a. che li integrano[57].

3.2. La minoranza. Il primo potere di denuncia a essere menzionato nella norma è quello della minoranza. Una legittimazione "storica", come detto l'unica prevista nell'originaria regolamentazione dell'istituto da parte del codice di commercio e che oggi sopravvive, pur ancorata al raggiungimento di soglie di capitale differenti, in tutte le società di capitali, a prescindere dal tipo e dalla stessa quotazione.

In relazione a quest'ultima precisazione, va subito sgombrato il campo da un possibile equivoco ingenerato dalla singolare tecnica di innesto normativo utilizzata dall'art. 152 t.u.f., la cui attuale formulazione *(i*) ripropone in maniera sovrabbondante la legittimazione del collegio sindacale, e degli organi corrispondenti nei sistemi alternativi di *governance,* già prevista per tutte le società per azioni dal comma 7 dell'art. 2409 c.c. (comma 1) e *(ii)* regola una legittimazione alla denuncia ulteriore rispetto alle ipotesi contemplate dall'art. 2409 c.c., che è quella della Consob nel caso sospetti gravi irregolarità dell'organo di controllo.

L'art. 152 omette invece di menzionare le altre due legittimazioni disposte dall'art. 2409 c.c., quella del pubblico ministero e quella dei soci di minoranza[58], col singolare risultato di suscitare il dubbio che la Consob non integri il novero dei legittimati attivi in base all'art. 2409 c.c., ma sostituisca nelle società quotate

---

cit., 43-44; nonché, in diversa prospettiva, E. LA MARCA, *Commento all'art. 4,* in *Commentario alla legge capitali. Legge 5 marzo 2024, n. 21,* a cura di P. Marchetti e M. Ventoruzzo, Pisa, 2024, 10.

[56] Compatibilità esclusa da S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l.*, cit., 915 e N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli,* op. cit., 870.

[57] V. ancora G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse,* cit., 871. Ancora a febbraio 2024 per la Consob le s.p.a. con capitale diffuso erano in tutto 58 (a fronte di circa 35.000 s.p.a.), delle quali solo 27 non appartenenti al settore finanziario.

[58] Nell'art. 2409 la legittimazione del p.m. e degli organi di controllo è individuata attraverso una formula diversa da quella relativa ai soci (e alla Consob nell'art. 152 t.u.f.): possono richiedere l'adozione dei provvedimenti previsti dall'art. 2409, non denunciare i fatti al tribunale. La diversità della formula probabilmente rifletteva in origine il diverso ruolo del p.m., che è parte dell'ordinamento giudiziario, ma la sua applicazione a opera della riforma societaria (diversamente dall'art. 152 t.u.f.) anche per individuare la legittimazione degli organi di controllo ha svilito questa giustificazione. V. in argomento anche la nt 121.

la legittimazione della minoranza o del p.m. o di entrambi, espungendo le quotate dal riferimento alle società aperte operato a questi fini dall'art. 2409 c.c.[59]

Per quanto riguarda i soci, il dubbio va sicuramente sciolto negativamente.

La loro esclusione dal novero dei legittimati è, anzi tutto, priva di una convincente giustificazione dal punto di vista logico e sistematico, anche considerato che con riguardo alle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante (alle quali non si applica l'art. 152 t.u.f.) sussiste la legittimazione degli azionisti di minoranza. Pur non essendo prevista per queste società la legittimazione della Consob, risulterebbe comunque contraddittorio che i due scalini normativi tra società chiuse e società aperte e, nell'ambito di questa seconda categoria, tra società con azioni diffuse e società quotate si caratterizzassero per l'esclusione dei soci dai legittimati alla denuncia proprio nello scalino più alto, anziché per un progressivo ampliamento della legittimazione nei vari scalini strumentale a una sempre maggiore incisività del controllo giudiziario[60].

L'infelice formulazione dell'art. 152 trova spiegazione nella successione degli interventi legislativi in materia. La finalità originaria dell'art. 152 t.u.f. era di certo quella di allargare nelle quotate l'ambito soggettivo dei legittimati alla

[59] Già nella precedente formulazione dell'art. 152 t.u.f. mancava qualsiasi riferimento alla legittimazione del pubblico ministero, che invece l'art. 2409 c.c. prevedeva come generale in tutte le società per azioni. Proprio questa circostanza aveva spinto parte della dottrina a sostenere che "nelle società con azioni quotate sarebbe stata trasferita alla Consob quella legittimazione ad introdurre il procedimento *ex* art. 2409 c.c., che nelle società non quotate è assegnata al Pubblico Ministero", sul presupposto "della derogabilità della norma generale […] da parte di norme speciali, perdippiù posteriori, che nelle società quotate prevedono nuove legittimazioni e, in particolare, un diverso e *speciale* intervento residuale, della Consob": così M. BUSSOLETTI, *Procedimento ex art. 2409 c.c.*, cit., 339; nello stesso senso R. DABORMIDA, *La denunzia al tribunale alla luce delle modifiche apportate dalla riforma Draghi,* in AA. VV., *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998),* Milano, 1998, 370. La tesi è rimasta minoritaria in dottrina: si vedano G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1272; C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.*, 809, che sottolinea come le nuove legittimazioni introdotte dall'art. 152 non siano qualificate come esclusive; A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale,* cit., 161, nt 36. V. anche F. D'ALESSANDRO, M. SCIUTO e P. SPADA, *op. cit.*, 17.

[60] Com'è noto, ai sensi della legge n. 366/2001, recante delega per la riforma del diritto societario, gli scalini normativi derivano dal progressivo incremento delle "regole caratterizzate da un maggior grado di imperatività" (art. 4, comma 1): in argomento, G.D. MOSCO, *Le società con azioni diffuse,* cit., 871; per un esplicito collegamento tra legittimazione alla denuncia *ex* art. 2409 c.c. e scalini normativi, A. PRINCIPE, *Il controllo giudiziario*, cit., 163.

denuncia, includendovi la Consob e il collegio sindacale[61], senza toccare quella dei soci di minoranza e del pubblico ministero. All'art. 152, inserito nella V sezione del capo II del t.u.f. appositamente dedicata al "collegio sindacale", faceva infatti da contraltare un'altra disposizione anch'essa relativa alla denuncia al tribunale, ma contenuta nella sezione II del medesimo capo, rubricata "tutela delle minoranze", vale a dire l'art. 128, comma 2. Questa norma manteneva ferma la possibilità per le minoranze di presentare "la denuncia al tribunale prevista dall'articolo 2409, primo comma, del codice civile", per poi ridurre l'ordinaria soglia di legittimazione dal 10% al 5% e autorizzare l'autonomia statutaria ad abbatterla ulteriormente[62].

Con la riforma del diritto societario le innovazioni del t.u.f. in punto di legittimazione alla denuncia sono state inserite nell'art. 2409 c.c., prevedendo la legittimazione attiva dell'organo di controllo anche nelle società chiuse (comma 7) e la riduzione al 5% della soglia in tutte le società aperte (comma 1). Il successivo decreto di coordinamento della riforma con il testo unico della finanza ha, tuttavia, rotto la simmetria tra le due discipline normative della legittimazione alla denuncia, aggiornando la vecchia formulazione dell'art. 152, comma 1, t.u.f. per affiancare al collegio sindacale i corrispondenti organi di controllo dei sistemi

[61] Il legislatore del '42 non aveva inteso attribuire ai sindaci alcun potere di denuncia, probabilmente per il dichiarato timore che il controllo sindacale "esorbitasse dai suoi ambiti per invadere quelli dell'amministrazione" generando, così, "una insanabile antitesi fra amministratore e controllore" (*Relazione Grandi,* cit., § 175). Sulle originarie scelte codicistiche in materia di controlli societari e sulla successiva evoluzione legislativa cfr G.D. MOSCO e S. LOPREIATO*, Lo scudo e la lancia*, cit., 90. Che quella indicata nel testo fosse la finalità della norma era sostanzialmente pacifico tra i primi commentatori dell'art. 152 t.u.f.: e v., oltre agli autori citati alla nt 59, P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* cit., 1771; S. AMBROSINI, *Commento all'art. 152,* cit., 295; G. MEO, *Le società di capitali. Le società con azioni quotate in borsa,* in *Trattato di diritto privato* diretto da M. Bessone, XVII, Torino, 2002, 276.

[62] Nel tentativo di creare "le condizioni di un effettivo sindacato della maggioranza dei piccoli azionisti sull'operato dei gruppi minoritari che governano le grandi società per azioni" (T. ASCARELLI, *Disciplina delle società per azioni e legge antimonopolistica*, in ID., *Problemi giuridici*, II, Milano, 1959, 879; ID., *I problemi delle società anonime per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, 13), come non ha mancato di notare la dottrina: V. BUONOCORE, *La riforma delle società quotate,* in AA. VV., *La riforma delle società quotate – Atti del convegno di studio Santa Margherita Ligure (13-14 giugno 1998),* Milano, 1998, 5; A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze,* ivi, 135; V. SANTORO, *Profili della disciplina della tutela delle minoranze,* in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 1999, 841; C. ANGELICI, *Le "minoranze" nel decreto 58/1998: "tutela" e "poteri",* in *Riv. dir. comm.,* 1998, I, 207.

alternativi, ma abrogando *tout court* il previgente art. 128 t.u.f.[63] Ne è conseguito, nel testo unico, un sistema che né nell'art. 152 né altrove si occupa della legittimazione dei soci.

Nondimeno, l'art. 152 va letto – lo si è accennato – come un insieme di disposizioni che si affianca all'art. 2409 c.c., il quale resta il fulcro della disciplina normativa della denuncia al tribunale. Per il legislatore del testo unico, dunque, è più che sufficiente, per attribuire la legittimazione agli azionisti, l'esplicito riferirsi dell'art. 2409 a tutte le società che fanno ricorso al capitale di rischio, comprese le quotate, con riguardo allo specifico *quorum* di legittimazione[64].

Anche il contenuto letterale delle disposizioni del testo unico conferma la legittimazione delle minoranze. L'art. 145, comma 6, t.u.f., nell'escludere "la parte di capitale sociale rappresentata da azioni di risparmio" dal calcolo delle aliquote previste da una serie di disposizioni (prima contenuta nel t.u.f., ora nel codice) attributiva di diritti alle minoranze, nella quale è espressamente ricompreso l'art. 2409 c.c., presuppone infatti la perdurante legittimazione degli altri soci delle quotate a presentare la denuncia al tribunale.

Se il potere di denuncia dei soci accomuna tutte le società di capitali, comprese le quotate, è invece, come si è visto, la soglia di capitale sociale al cui

---

[63] Insieme all'intera sezione del testo unico dedicata alla tutela delle minoranze, resa inutile dalla "*Wiedervereinigung* tra disciplina delle società con azioni quotate e delle società con azioni diffuse […] operata con riferimento alla determinazione dei *quorum*" dalla riforma del diritto societario: A. BLANDINI, *op. cit.,* 234.

[64] Del resto, se è vero che lo statuto speciale delle quotate "non appare legato da un'unica ispirazione «politica» (consentire/impedire al socio maggioritario un controllo più o meno saldo) ma da una più «neutra» idea di adattamento e modulazione della disciplina generale in considerazione della particolare condizione in cui si trovano i titoli soggetti a quotazione" (così P. ABBADESSA ed E. GINEVRA, *op. cit.*, 11), la negoziabilità delle partecipazioni azionarie quotate sembra circostanza del tutto inidonea a fondare l'esclusione dei relativi titolari dal novero dei legittimati alla denuncia *ex* art. 2409 c.c. Quand'anche, infatti, si possa ipotizzare che "il comportamento razionale di un azionista di minoranza, nell'ipotesi in cui nutra il fondato sospetto di gravi irregolarità (...), non è quello di promuovere un procedimento (...) il cui solo annuncio avrebbe gravi effetti sulle quotazioni in borsa del titolo (...), ma piuttosto quello di vendere la propria partecipazione, prima che il danno subito diventi di enormi dimensioni", il disinvestimento dell'azionista presuppone l'efficienza del mercato dei capitali, sicché "il controllo del Tribunale rappresenta un importante strumento di tutela delle minoranze quando non funziona il controllo del mercato sull'operato degli amministratori, in un contesto, cioè, nel quale gli amministratori sono di fatto inamovibili e le maggioranze che li esprimono stabilmente insediate nel controllo della società" (così R. TETI, *Tutela delle minoranze e controllo giudiziario,* in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai,* a cura di A. Piras, Pisa, 2005, 159-160).

raggiungimento è ancorata questa legittimazione a porsi quale tratto differenziale tra le stesse, essendo pari a un decimo nelle s.r.l. e nelle s.p.a. chiuse, per poi ridursi a un ventesimo nelle s.p.a. aperte, siano esse emittenti azioni diffuse o quotate, ferma la possibilità per le società di prevedere percentuali minori di partecipazione, come precisato dal comma 1 dell'art. 2409 c.c. La deroga statutaria sembra potersi spingere fino al punto di attribuire natura individuale al potere di denuncia del socio[65].

Al suo raggiungimento possono concorrere tutte le azioni o, nelle società chiuse anche quote di s.r.l., in ragione solo del loro essere rappresentative di una frazione del capitale sociale, dunque con la sola esclusione delle azioni di godimento previste nella disciplina della s.p.a.[66] Va correlativamente esclusa la possibilità di attribuzione statutaria del potere di denuncia ai titolari di strumenti finanziari partecipativi *ex* art. 2346, comma 6, c.c. – la cui emissione è oggi possibile anche da parte delle s.r.l. innovative[67] – in considerazione del fatto che

[65] Così anche R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 569, nt 66. Il collegamento dell'aliquota legislativa alla finalità di "assicurare la serietà dell'iniziativa, in considerazione dell'impatto che essa è suscettibile di produrre sulla vita sociale" (così S. VANONI, *Denunzia al tribunale. Art. 2409*, in *Il codice civile. Commentario,* fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2017, 88; e già G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sull'amministrazione,* cit., 210) è ancora comune in dottrina (v., da ultimo, G. ROMANO, *op. cit.,* 2230, per il quale "il legislatore si è premurato di evitare che i soci che non detengono una aliquota significativa di partecipazione al capitale sociale possano instaurare procedure di disturbo con finalità di ricatto o puramente emulative"), anche se questa finalità veniva tradizionalmente addotta dalla dottrina a sostegno dell'inderogabilità anche verso il basso della soglia prima che tale possibilità venisse legislativamente sancita, prima nell'art. 128 t.u.f. per le quotate e poi per tutte le s.p.a. dall'art. 2409 (lo ricorda R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 569, ove ult. rif.).

[66] Nel senso del testo G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione,* cit., 213-214; V. VITRÒ, *Controllo giudiziario e provvedimenti cautelari*, cit., 238 e, più di recente, R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 569; S. VANONI, *Denunzia al tribunale,* cit., 94; A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 573; G. ROMANO, *op. cit.,* 2232; A. BENOCCI, *op. cit.*, 172; ammette invece la legittimazione dei possessori di azioni di godimento, i quali avrebbero diritto all'assegnazione gratuita di azioni ordinarie nell'ipotesi di aumento gratuito del capitale L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario sulle irregolarità di gestione,* Milano, 2005, 143; dubitativo M. LIBERTINI, *Commento all'art. 2409*, in *Commentario romano al nuovo diritto delle società,* diretto da F. d'Alessandro, II, II, Padova, 2011, 284, rilevando la "necessità di aggiustamenti per calcolare la "rappresentatività" del capitale sociale in capo ai titolari di queste azioni".

[67] L'art. 26, comma 7, d.l. n. 179/2012 autorizza le s.r.l. innovative (start up e PMI) a introdurre statutariamente la possibilità di emettere strumenti finanziari "forniti di diritti patrimoniali o anche di diritti amministrativi, escluso il voto nelle decisioni dei soci ai sensi degli articoli 2479 e 2479-*bis* del codice civile" a seguito dell'apporto di soci o di terzi "anche di opera o servizi". Il comma 7 non è tuttavia richiamato dal successivo d.l. n. 50/2017 nell'*incipit* dell'art. 57, che fa espresso riferimento «all'articolo 26, commi 2, 5 e 6» per estendere a tutte le s.r.l. PMI le deroghe al diritto societario originariamente previste dal d.l. n. 179/2012 in favore delle sole s.r.l. innovative (v.

non sono sicuramente riconducibili al *genus* della partecipazione rappresentativa di una frazione del capitale sociale[68].

Ai fini della proposizione della denuncia è dunque irrilevante che le azioni o quote siano dotate di "diritti diversi" e – salva l'espressa eccezione legislativa contemplata per le azioni di risparmio dall'art. 145, comma 6, t.u.f.[69] – sono sostanzialmente ininfluenti eventuali meccanismi di potenziamento o di depotenziamento del diritto di voto introdotti, oltre che attraverso creazione di categorie di azioni o quote, con altre tecniche statutarie idonee a valorizzare in misura più o meno ampia la persona del socio. È il caso dei diritti particolari attribuibili al socio di s.r.l. ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c. come pure, nelle quotate, della maggiorazione del voto *ex* art. 127-*quinquies,* il cui comma 10 esclude espressamente che essa abbia "effetto sui diritti, diversi dal voto, spettanti in forza del possesso di determinate aliquote di capitale", impedendo

retro, nt 52). Sebbene il mancato richiamo del comma 7 sia da qualcuno considerato un mero refuso – connesso all'impossibilità per il legislatore del 2017 di utilizzare la tecnica legislativa della sostituzione delle parole "start up" e "start up innovative" con il termine "PMI" all'interno del d.l. 179/2012, posto che il comma 7 dell'art. 26 richiama le società di cui all'art. 25 (commi 2 e 5) e non espressamente la start up innovativa – l'argomento letterale sembra in effetti un "ostacolo insormontabile all'estensione della possibilità di emettere gli strumenti finanziari a tutte le società a responsabilità limitata P.M.I." (così A. R. ADIUTORI, *Strumenti finanziari nelle start up e P.M.I. innovative*, in Start up e P.M.I. innovative, a cura di O. Cagnasso e A. Mambriani, Bologna, 2020, 802), non superabile in via interpretativa in quanto sintomatico della volontà del legislatore di estendere alla s.r.l. PMI soltanto le deroghe al diritto societario espressamente indicate (per una sintesi del dibattito v. da ultimo E. FREGONARA, *Strumenti finanziari partecipativi, imprese innovative e PMI s.r.l.: questioni aperte*, in *ODC – Orizzonti dir. comm.,* 2021, 219.

[68] In questi termini G. RACUGNO, *I nuovi strumenti finanziari,* in *Banca borsa,* 2004, I, 582; M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* in *Riv. soc.,* 2003, 1221, pur giudicando "assordante il silenzio della norma sull'assenza di legittimazione dei titolari di strumenti finanziari"; A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 573; possibiliste, invece, L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit., 147; A. PRINCIPE, *Il controllo giudiziario*, cit., 167.

[69] Così L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit. 139; M. NOTARI, *Commento all'art. 145*, in *La disciplina delle società quotate nel testo unico della finanza d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Commentario,* a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, II, Milano, 1999, 1593: più in generale, sul rapporto tra le azioni di risparmio e le altre categorie di azioni dotate di "diritti diversi" cfr C.F. GIAMPAOLINO, *Le azioni speciali,* Milano, 2004, 163. Vi è, tuttavia, chi pensa che l'esclusione operata dall'art. 145, comma 6, t.u.f. sia limitata al computo delle azioni di risparmio ai fini del raggiungimento dei *quorum* ivi previsti, ma non escluda la legittimazione sostanziale di tali azionisti all'esercizio dei relativi diritti: in questi termini, M. SEPE, *Commento all'art. 145*, in *Il testo unico della intermediazione finanziaria. Commentario al d. lgs. 24 febbraio 1998, n. 58,* a cura di C. Rabitti Bedogni, Milano, 1998, 764; con maggiore cautela, R. SANTAGATA, *Commento all'art. 145*, in *Testo unico della Finanza. Commentario,* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1182; per una critica A. BLANDINI, *op. cit.*, 123-124; A. PRINCIPE, *Il controllo giudiziario*, cit., 166-167.

anche all'autonomia statutaria di intervenire per correggere questa naturale irrilevanza della maggiorazione[70].

L'ancoraggio della legittimazione dei soci al solo dato formale del raggiungimento, anche congiunto[71], di una determinata soglia di capitale, rende peraltro illegittima l'introduzione di ulteriori requisiti volti a colorare sul piano sostanziale l'interesse ad agire del socio denunziante, che si tradurrebbero in altrettanti limiti di operatività dell'istituto. Può quindi denunciare anche il socio di maggioranza e perfino l'unico socio, non deprivato di interesse ad agire dall'astratta disponibilità di altri (e più agevoli) strumenti di reazione alle

[70] In argomento v., anche per ult. rif., G.D. MOSCO e S. LOPREIATO*, Società quotate e disciplina speciale dei diritti dei soci,* in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, II, Bologna, 2020, 1695.

[71] Sa quasi di ovvietà sottolineare che ai fini del raggiungimento dell'aliquota prevista dall'art. 2409 c.c. più soci possano agire congiuntamente (Trib. Napoli, 14 luglio 1993, in *Società*, 1993, 1499), e si segnala in giurisprudenza un isolato precedente nel quale si è affermato che "anche due distinte denunzie, presentate contestualmente o in successione da parte di due diversi soci o gruppi di soci che solo complessivamente considerati rappresentino almeno un decimo del capitale sociale, sono idonee ad attivare i poteri decisionali del tribunale" (così App. Napoli, 23 novembre 2003, in *Giur. Merito,* 2004, 2212). Giustamente critico nei confronti della pronuncia A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 573, in quanto a rigore "ciascuna delle due denunce (…) avrebbe dovuto essere dichiarata irricevibile, od improcedibile, *in limine*, a maggior ragione se il deposito non fosse stato contestuale", ipotizzando allora "che esse, presentate a breve distanza di tempo l'una dall'altra, siano giunte contemporaneamente sul tavolo del Presidente del tribunale e che questi abbia inteso «salvarle», disponendone una sostanziale riunione". In caso di azioni in comproprietà è pacifico in giurisprudenza che la legittimazione a proporre la denuncia *ex* art. 2409 spetti esclusivamente al rappresentante comune nominato ai sensi dell'art. 2347 c.c. con conseguente inammissibilità del ricorso proposto dai singoli comunisti (v. Trib. Milano, 6 ottobre 2011, in *Giur. it.,* 2012, 1825; T. Milano, 30 settembre 2011, in *Società*, 2012, 636; App. Ancona, 9 marzo 2005, in *Società*, 2007, 492; Trib. Macerata, 11 novembre 2004, in *Foro it.*, 2005, I, 887) e la medesima soluzione vale per l'ipotesi di comproprietà di quote di s.r.l., atteso che l'art. 2468, comma 5, c.c. riproduce a riguardo la medesima formula utilizzata dall'art. 2347. Infine, la legittimazione attiva in caso di pegno, usufrutto o sequestro di azioni segue la regola generale dettata dall'ultimo comma dell'art. 2352 c.c. per i "diritti amministrativi diversi" (dal voto e dall'opzione disciplinati nei commi precedenti), richiamata dall'art. 2471-*bis* per le s.r.l., sicché – salva la diversa regolamentazione pattizia o giudiziale – in caso di pegno e usufrutto sono legittimati sia il socio, sia il creditore pignoratizio e l'usufruttuario, mentre in caso di pignoramento la legittimazione è del custode. Sul dibattito antecedente l'introduzione dell'art. 2352 c.c. da parte della riforma societaria del 2003 v. A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 577. Va ricordato che con riferimento alle società a partecipazione pubblica l'art. 13 del d. lgs. 19 agosto 2016, n. 175 (t.u.s.p.) deroga al requisito dell'ordinaria soglia di partecipazione, legittimando "ciascuna amministrazione pubblica socia, indipendentemente dall'entità della partecipazione di cui è titolare (…) a presentare denunzia di gravi irregolarità al tribunale": considera la previsione discriminatoria nei confronti dei soci privati di società a controllo pubblico I. DEMURO, *La governance,* in *Le società a partecipazione pubblica,* a cura di C. Ibba e I. Demuro, Bologna, 2018, 161; per l'applicabilità della disposizione anche alle società c.d. *in house providing* v. Trib. Napoli 14 ottobre 2020, in *Giur. comm.,* 2021, II, 1124, con nota di E. CODAZZI, *Società* in house *e gravi irregolarità gestionali: alcuni spunti sulla disciplina applicabile.*

irregolarità degli amministratori, quali la revoca o l'esercizio dell'azione di responsabilità[72].

Definitivamente superato dall'evoluzione legislativa l'orientamento giurisprudenziale che imponeva di far esclusivo riferimento alle risultanze del libro soci ai fini della verifica della legittimazione dei denunzianti – i quali devono oggi considerarsi abilitati a provare con ogni mezzo la loro qualità di soci detentori di una data partecipazione[73] – è ancora controverso se tale qualità debba permanere sino alla conclusione del procedimento giudiziario, con sopravvenuta inammissibilità dell'iniziativa qualora il socio perda nelle more il *quorum* richiesto

[72] La giurisprudenza ha talvolta negato la legittimazione ad agire *ex* art. 2409 c.c. al socio di maggioranza assumendo che, in quanto tale, egli sarebbe già da solo in grado di "adottare le decisioni necessarie al ripristino della regolarità amministrativa e di gestione" (così Trib. Roma, 9 ottobre 1998, in *Giur. it.*, 1999, 1886), ma l'opinione prevalente è che non si possa compiere un simile giudizio di residualità del rimedio rispetto a prerogative insite nella partecipazione sociale maggioritaria: in questo senso v. App. Roma, 15 gennaio 2003, in *Giur. it.*, 2003, 497; Trib. Milano, 19 febbraio 1999, in *Società*, 1999, 972; Trib. Genova, 24 marzo 1989, in *Società,* 1989, 861, nonché in dottrina A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 575, che sembrerebbe però escludere la legittimazione del socio unico; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 569-570, ricordando che gli stessi poteri reattivi alle irregolarità del socio di maggioranza (revoca e azione di responsabilità) spettano nel sistema dualistico al consiglio di sorveglianza, che però è espressamente legittimato alla denuncia (v. anche *infra,* paragr. 6.2); G. ROMANO, *op. cit.,* 2231, che trae un ulteriore argomento dalla reintroduzione della denuncia nell'ambito delle s.r.l., nelle quali "il potere di gestire la società potrebbe essere oggetto di un diritto particolare attribuito ad un socio (eventualmente minoritario) ai sensi dell'art. 2468, comma 3, c.c., con la conseguenza che il socio non dotato di quel diritto, sebbene titolare di una partecipazione maggioritaria, potrebbe avere certamente interesse ad ottenere l'ispezione della società e gli altri provvedimenti, provvisori e conclusivi, previsti dall'art. 2409 c.c.". È sempre l'impossibilità di introdurre per via interpretativa vincoli che rendano più gravosa la proposizione della denuncia *ex* art. 2409 c.c. da parte dei soci l'argomento utilizzato in dottrina e in giurisprudenza per considerare circostanze neutre ai fini legittimatori sia l'estraneità del socio rispetto alle irregolarità denunziate (v. Trib. Milano, 10 ottobre 1985, in *Giur. comm.*, 1986, II, 459; G. ROMANO, *op. cit.,* 2231; A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 575; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409 c.c.,* cit., 792, il quale ammette anche la denuncia proveniente da soci che abbiano "prestato acquiescenza alle irregolarità denunciate": ma v. oggi, per un possibile coinvolgimento sul versante passivo dei soci di s.r.l. che abbiano preso parte alle irregolarità v. *infra,* paragr. 7), sia la carica di amministratore contemporaneamente ricoperta dal socio al momento della denuncia (App. Milano, 22 novembre 1989, in *Società*, 1990, 371; Trib. Napoli, 25 febbraio 1991, in *Dir. e giur.*, 1991, 611; Trib. Livorno, 1° dicembre 1992, in *Società*, 1993, 1354, con nota contraria di G.U. TEDESCHI; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario*, cit., 821; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 570). Per quest'ultima ipotesi, alla base della giurisprudenza che esclude la legittimazione alla denuncia in capo al socio che sia al contempo amministratore, sembra però esservi la condivisibile constatazione dell'impossibilità di dissociare nel procedimento *ex* art. 2409 c.c. la posizione degli altri amministratori della società da quella del socio-amministratore ricorrente, che finirebbe così per auto-denunziarsi: v. Trib. Palermo, 20 maggio 1986, in *Giur. comm.*, 1987, II, 111; Trib. Como, 19 marzo 1999, in *Giur. it.*, 2000, 125: v. anche *infra,* paragr. 6.1.

[73] Cfr S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario*, cit., 819; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409 c.c.,* cit., 792; G. ROMANO, *op. cit.,* 2231; A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 574-575.

per l'esercizio del potere di denuncia.

La soluzione negativa, che configura il *quorum* come presupposto processuale da verificare solo ai fini della valida instaurazione del procedimento, si lascia preferire non per ragioni ideologiche di ossequio a una concezione pubblicistica dell'istituto che oggi appare obiettivamente anacronistica (v. *infra,* paragr. 3.3), quanto perché l'unico dato normativo che sostiene l'opposta ricostruzione in termini di condizione dell'azione esercitata dai soci con la denuncia è rappresentato dall'art. 2378, comma 2, c.c. che nell'ambito dell'impugnazione delle delibere assembleari effettivamente preclude al giudice di pronunciare l'annullamento "qualora nel corso del processo venga meno a seguito di trasferimenti per atto tra vivi il richiesto numero delle azioni" [74].

Una sua applicazione analogica al controllo giudiziario appare però discutibile in considerazione delle peculiari caratteristiche di questo "procedimento di amministrazione di interessi privati"[75], che rendono insostenibile una sostanziale intrasferibilità delle partecipazioni detenute dai soci denuncianti[76].

---

[74] La tesi del necessario mantenimento dell'aliquota di capitale richiesta dall'art. 2409 c.c. fino alla fine del procedimento, prospettata negli anni '50 del secolo scorso da D. PETTITI, *Sul procedimento,* cit., 278 e poi rimasta sostanzialmente isolata, è stata negli ultimi anni oggetto di una riscoperta giurisprudenziale (v. App. Milano, 24 luglio 1990, in *Società*, 1990, 1645; App. Milano, 25 novembre 1998, in *Giur. it.*, 1999, 780; Trib. Napoli, 25 maggio 1999, in *Foro napoletano*, 1999, 358; Trib. Verona, 10 gennaio 2001, in *Vita notarile*, 2001, 1389; App. Napoli, 23 novembre 2003, *cit.*; Trib. Roma, 25 luglio 2014, in *Giur. imprese,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2015/02/20140724_RG1857-2014.pdf*) e dottrinaria: v. G. ROMANO, *op. cit.,* 2233; F. DE SANTIS, *Diritti di difesa e diritti di impugnazione nel "giusto processo" ex art. 2409 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2020, I, 48. La configurazione in termini di presupposto processuale sembra nondimeno riscuotere maggiori consensi in dottrina (E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1534; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario*, cit., 820; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409 c.c.,* cit., 792; F. MAINETTI, *op. cit.,* 939, nt. 51; e già V. Panuccio, *op. cit.,* 708; S. VANONI, *Denunzia al tribunale,* cit., 94; A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 579), come in giurisprudenza (Trib. Como, 3 febbraio 1994, in *Società*, 1994, 669; App. Venezia 19 dicembre 1991, in *Nuova giur. civ. comm.*, 1992, 898; App. Milano, 22 novembre 1989, in *Società*, 1990, 371; App. Bari, 5 maggio 1989, *ivi*, 1989, 1073; App. Torino, 17 giugno 1987, in *Giur. piemontese*, 1987, 765; Trib. Napoli, 19 dicembre 1983, in *Società,* 1984, 1349).

[75] Così G. ROMANO, *op. cit.,* 2180, secondo il quale comporta lo svolgimento da parte del tribunale di "un'attività oggettivamente amministrativa, connotata dalla modificabilità e revocabilità dei provvedimenti i quali, se pure incidenti sui diritti di terzi come gli amministratori, cui, dunque, è consentita la partecipazione al procedimento a tutela del loro interesse legittimo, non decidono in ordine ad alcun rapporto di diritto sostanziale fra i soci denunzianti ed i terzi".

[76] Escludono l'applicazione al controllo giudiziario della regola contenuta nell'art. 2378 c.c., considerando la sua mancata riproduzione all'interno dell'art. 2409 c.c. indicativa della volontà

Anzitutto con la circostanza che l'interesse all'accertamento e alla eventuale rimozione delle irregolarità "amministrato" dal tribunale nel procedimento *ex* art. 2409, pur essendo sicuramente un interesse privato, non fa capo esclusivamente ai soci denunzianti, ma anche alla società alla quale partecipano, non a caso espressamente inclusa tra i destinatari nella notifica del ricorso introduttivo e, quindi, tra le parti necessarie del procedimento. Inoltre, la sua strutturazione per fasi rende obiettivamente incerto se il termine per l'intrasferibilità delle azioni sia costituito dall'ispezione della società eventualmente disposta ai sensi del comma 2 (o dalla sostituzione dei denunciati operata dall'assemblea ai sensi del comma 3); ovvero dall'adozione da parte del tribunale degli opportuni "provvedimenti provvisori" ai sensi del comma 4; ovvero ancora, in caso di nomina di un amministratore giudiziario in sostituzione dei denunziati, dalla conclusione dell'incarico prevista dal comma 6.

3.3 Il pubblico ministero. Anche con riguardo al potere di denuncia del pubblico ministero, oggi previsto dall'art. 2409 per le sole s.p.a. aperte[77], che pure può annoverarsi ormai tra le legittimazioni storiche (sebbene di circa sessant'anni più giovane), va sciolto negativamente il dubbio relativo alla sua sostituzione nelle società quotate con quello della Consob – non solo alla luce delle considerazioni sulla progressività degli scalini normativi formulate con riferimento

legislativa di distinguere le due fattispecie, E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1535; M. RUBINO DE RITIS, *Legittimazione dei soci ex art. 2409 c.c. e* squeezeouts of minority, in *Giur. comm*., 1996, II, 277.

[77] La scelta della riforma del diritto societario di circoscrivere alle sole società aperte la legittimazione alla denuncia del p.m. è stata fortemente criticata da C. MONTAGNANI, *Il controllo,* cit., 1136, che parla di "un ardito passo indietro", rovesciando il brano della *Relazione Grandi*, cit., § 177 che configurava l'iniziativa del p.m. come un "ardito passo innanzi (…) a maggior tutela non solo delle minoranze, ma dell'interesse generale, che è connesso alla corretta amministrazione delle società". Pongono in evidenza una minore tutela delle minoranze anche M. CERA, *I controlli nelle società di capitali "chiuse" fra modelli legali ed evoluzione della realtà,* in *Giur. comm.,* 2006, I, 375; V. SALAFIA, *Commento all'art. 2409*, cit., 310; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 823. Di diverso avviso G. TERRANOVA, *op. cit.*, 116, sul presupposto che la legittimazione del p.m. prevista dal codice civile del '42 abbia determinato una "«rottura» della nostra tradizione giuridica: rottura che si giustificava solo nel sistema di concetti e di rimedi previsti dall'ordinamento corporativo". Giudica questa affermazione eccessiva, pur ritenendo che l'istituto sia stato restituito dalla riforma "alla sua originaria funzione snaturata da una scelta poco ponderata ed assunta all'ultimo momento dal codice del '42", R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 562. Per una diversa ricostruzione del significato della legittimazione del p.m., anche alla luce del dato storico, cfr C. MONTAGNANI, *Ideologia corporativa*, cit., 255.

ai soci nel precedente paragr. 3.1.

Va ricordato che la legittimazione del p.m. è la più controversa tra quelle previste dall'art. 2409 c.c., posto che la sua introduzione da parte del codice del '42 ha innescato un dibattito sugli interessi presidiati dal p.m. che, intersecatosi con quello sulla nozione di interesse sociale, è stato immediatamente traslato sul piano più generale delle finalità dell'istituto in sé. Per circa un quarto di secolo dall'entrata in vigore del codice si sono infatti contrapposte, con varietà di posizioni intermedie talvolta anche efficacemente combinate, una concezione privatistica che vedeva (nel p.m. e) nella denuncia strumenti di protezione di interessi esclusivamente privati – essenzialmente quello delle minoranze non autonomamente legittimate, ma anche quelli dei creditori e degli obbligazionisti – e un'altra pubblicistica che poneva al centro della tutela l'interesse alla corretta gestione societaria assumendone l'elevazione a interesse della collettività proprio per il tramite dell'art. 2409. E quando la *querelle* sembrava ormai stemperata dalla consapevolezza che la soluzione ai problemi applicativi dell'istituto andava risolta sul piano strettamente normativo anziché su quello ideologico, è stata inaspettatamente ravvivata dalla scelta della riforma del 2003 di circoscrivere la legittimazione del p.m. alle sole società aperte, dai più considerata indicativa di una definitiva virata privatistica del legislatore.

Pur senza poter giungere ad attribuire rilievo all'"interesse generale che è connesso alla corretta amministrazione delle società"[78], neppure la tesi che

[78] Secondo l'indicazione della *Relazione Grandi,* cit., § 177. Sulla tesi dell'irrilevanza dell'interesse pubblico (che al più sarebbe tutelato soltanto in via indiretta) tra quelli protetti dall'art. 2409, da individuarsi esclusivamente in quelli attuali dei soci (di minoranza) e dei creditori, v. in particolare A. PATRONI GRIFFI, *Il controllo giudiziario sulle s.p.a.,* Napoli, 1971, 355; ma in precedenza già A. GRAZIANI, *L'art. 2409 c.c. è applicabile alle società cooperative?,* in *Riv. soc.,* 1956, 91; A. MIGNOLI, *L'interesse sociale,* ivi, 1958, 754; F. FERRARA JR, *La riforma delle società per azioni*, ivi, 1962, p. 187). Nello stesso senso, pur con varietà di posizioni, V. VITRÒ, *Controllo giudiziario e provvedimenti cautelari*, cit., 78; S. LA CHINA, *op. cit.*, 1155; V. ALLEGRI, *Denuncia di gravi irregolarità,* cit., 754; in giurisprudenza cfr per es. App. Venezia, 19 marzo 1992, in *Società,* 1992, 372, con nota di A. PATELLI. Sul versante opposto si colloca la dottrina che considera la denuncia "strumento di tutela dell'interesse pubblico e di quello della società in via principale, e degli interessi della minoranza in via indiretta" (così V. CERAMI, *op. cit.*, 38; D. PETTITI, *Sul procedimento*, cit., 278, e con posizioni più sfumate in ID., *Ancora sul procedimento dell'art. 2409 c.c.,* in *Riv. dir. comm.*, 1961, II, 54; F. MARTORANO, *Ispezione della società e consulenza tecnica,* in *Foro it.,* 1953, I, 692; in giurisprudenza, dichiara apertamente che la finalità perseguita attraverso il procedimento promosso a norma dell'art. 2409 c.c. è tutelare l'interesse generale, di natura pubblicistica, a una corretta amministrazione delle società di capitali, Trib. Milano, 20

circoscrive gli interessi presidiati dal p.m. a quelli dei soci di minoranza – e di riflesso dei creditori sociali[79] – convince appieno. Occorre infatti riconoscere che

gennaio 1994, in *Giur. comm.* 1995, II, 237, con nota di A. DACCÒ; App. Venezia, 10 ottobre 1995, in *Società*, 1996, 179, con nota di DABORMIDA; Trib. Milano, 7 luglio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, 593; Trib. Milano, 12 maggio 1994, in *Società,* 1994, 1389). Per una rassegna dei diversi orientamenti giurisprudenziali, anche mettendo in luce le posizioni intermedie, cfr B. QUATRARO ed E. TOSI, *Il controllo giudiziario delle società ex art. 2409 c.c. Rassegna critica di dottrina e giurisprudenza,* Milano, 1994, 3; G. DESIDERIO, *Rassegna di diritto societario (1992-1998). Collegio sindacale e controllo giudiziario,* in *Riv. soc.,* 2000, 954, ove rif. alle precedenti rassegne della rivista sul medesimo argomento. La questione degli interessi tutelati dall'art. 2409 c.c. è parte del più ampio dibattito sulla nozione di interesse sociale tra teoria contrattualistica e istituzionalistica, come sottolinea G. TERRANOVA, *op. cit.,* 108.

[79] Tesi contraddetta anche dalla moltiplicazione delle legittimazioni speciali, passive e attive, della denuncia *ex* art. 2409 c.c. introdotte da norme settoriali e preordinate alla tutela di interessi esterni e specifici, come nota G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 592. Ha fatto da apripista l'art. 2, comma 8, d.p.r. 31 marzo 1975, n. 136, abrogato dal t.u.f. (art. 214, comma 1, lett. t), prevedendo la possibilità di denunciare gravi irregolarità compiute dalla società di revisione, al fine di tutelare l'interesse pubblico all'informazione dei risparmiatori; seguito dall'art. 3, comma 5, l. 3 aprile 1979, n. 95 (legge Prodi), poi sostituito e ampliato dall'art. 89 del d. lgs. 8 luglio 1999, n. 270 (legge Prodi-*bis*), che nell'ambito dell'amministrazione straordinaria attribuisce il potere di denunciare gravi irregolarità nella gestione di società facenti parte di un gruppo al commissario giudiziario, al commissario straordinario e al curatore dell'impresa dichiarata insolvente; nell'ambito della liquidazione coatta amministrativa di società fiduciarie e di revisione e di enti di gestione fiduciaria il successivo art. 2, comma 6, del d.l. 5 giugno 1986, convertito nella l. 1° agosto 1986, n. 430, abilita il commissario a proporre la denuncia *ex* art. 2409 c.c. contro gli amministratori e i sindaci della società controllante, di quelle controllate o sottoposte alla stessa direzione della società in liquidazione coatta amministrativa, e delle società finanziate in via continuativa o in misura prevalente da quest'ultima, potendo essere nominato amministratore giudiziario in sostituzione dei denunciati. Sul significato di questa evoluzione normativa v. A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale,* cit., 149, e cfr anche A. BERTOLOTTI, *op. cit.*, 586 e G. ROMANO, *op. cit.,* 2184, per una panoramica di altre singolari legittimazioni speciali, quale quella prevista (e a quanto consta rimasta inutilizzata) per le società editrici di quotidiani dall'art. 48, l. 5 agosto 1981, n. 416 che – seppur con riferimento a una grave irregolarità puntualmente individuata nel mancato adeguamento alle disposizioni contenute nei primi sei commi dell'art. 1 della medesima legge nel termine di due anni dalla sua entrata in vigore – consente, trascorso il suddetto termine, al P.M., al Garante per l'editoria e addirittura a "qualsiasi cittadino" di sollecitare l'intervento del tribunale affinché "revoc[hi] gli amministratori della società e nomin[i] un amministratore giudiziario, come previsto dall'art. 2409 del codice civile". Maggior successo ha avuto la legittimazione speciale delle federazioni sportive nazionali a denunciare gravi irregolarità degli amministratori di società sportive prevista dall'art. 13 della l. 23 marzo 1981, n. 91, scomparsa con la recentissima riforma dell'organizzazione degli enti sportivi professionistici e dilettantistici operata dal d. lgs. 28 febbraio 2021, n. 36. In realtà, l'originaria versione della norma si limitava a consentire alle federazioni di chiedere la messa in liquidazione delle società sportive "per gravi irregolarità di gestione", generando un problema di concorrenza con il rimedio generale della denunzia *ex* art. 2409 (v. App. Campobasso, 12 maggio 1990, in *Società,* 1990, 1113, con nota di G. Vidiri; Trib. Frosinone, 21 giugno 1990, in *Riv. dir. sportivo,* 1991, 355) che è stato risolto con la sua riformulazione a opera dell'art. 4, comma 3, d.l. 20 settembre 1996, n. 485, esplicitando la legittimazione delle federazioni a "procedere (…) alla denuncia di cui all'articolo 2409 del codice civile". L'ultima riscrittura della disposizione, prima della sua recente abrogazione, è stata operata dal correttivo alla riforma societaria d. lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, per chiarire che "il procedimento di cui all'articolo 2409 del codice civile si applica" a tutte le società sportive (comprese quelle costituite in forma di s.r.l., tipo societario dal quale il rimedio era stato espunto nel 2003) e che il potere di denuncia delle federazioni è una legittimazione

l'art. 2409, se ha al centro l'interesse dei soci, tutela nondimeno anche gli interessi degli *stakeholders* riconosciuti dall'ordinamento che si traducono in puntuali obblighi di protezione a carico degli amministratori[80], i quali si configurano come altrettanti vincoli aventi la funzione di delimitare l'azione dei gestori[81].

La legittimazione del P.M. può dunque coesistere con il potere di denuncia dell'organo di controllo interno in tutte le s.p.a. aperte, comprese le quotate, pur

---

aggiuntiva e non sostitutiva di quelle ordinarie. Per una fattispecie di denuncia sporta dalla FIGC nei confronti di società calcistica v. Trib. Torino, 14 giugno 2019, in *Giur. imprese,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2020/10/20190614-RG12411-2019-2.pdf*; v. anche Trib. Firenze, 5 giugno 2002, in *Giur. Merito*, 2002, 1250; Trib. Roma, 6 luglio 2004, in *Soc.*, 2005, 359. Per l'esperibilità del rimedio negli enti del terzo settore v. *retro,* nt 4.

[80] Tanto più oggi con il sempre maggior rilievo dello "sviluppo sostenibile" pure sotto il profilo dei doveri degli amministratori: v. G.D. MOSCO e R. FELICETTI, **Prime riflessioni** *sulla proposta di direttiva UE in materia di Corporate Sustainability Due Diligence,* in *AGE,* 2022, 185, anche per ulteriori riferimenti.

[81] È dunque possibile denunciare al tribunale anche irregolarità derivanti dalla violazione di regole che tutelano interessi fiscali, ambientali, ecc. Secondo alcuni, a condizione che "si traducano in un potenziale pregiudizio per gli interessi dei soci e dei creditori sociali" (così G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409*, cit., 783, e già ID., *Il controllo giudiziario,* cit., 593, che v. anche per la qualificazione dell'art. 2409 come "norma aperta" in ragione della concreta possibilità di essere utilizzata anche per tutelare "interessi diversi da quello sociale (dei soci) e dei creditori sociali"); secondo altri (v. G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione,* cit., 205), anche in mancanza di un potenziale pregiudizio per la società (almeno in termini di diretto e immediato danno economico). Quest'ultima tesi ha avuto largo seguito in giurisprudenza e v., tra le tante, Trib. Milano, 11 luglio 1995, in *Foro it.,* 1996, I, 2227; Cass., 15 gennaio 1985, n. 60, in *Società,* 1985, 488. Sembra in ogni caso superato, seguendo la linea di pensiero tratteggiata nel testo, il principale limite delle concezioni pubblicistiche del controllo giudiziario, che è quello di non delimitare in alcun modo gli interessi esterni rilevanti e di considerarli quali "limiti funzionali", con la conseguenza che gli amministratori sarebbero "obbligati ad una gestione dell'impresa sociale che soddisfi altresì l'interesse pubblico, dell'economia generale, dei risparmiatori, dei consumatori, dei creditori sociali, delle minoranze e via dicendo. Il che condurrebbe al risultato di una *funzionalizzazione* dell'intera amministrazione della società, aprendo la via ad un controllo del tribunale […] sull'effettivo perseguimento di tali interessi" (così A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* cit., 15; v. anche V. VITRÒ, *Controllo giudiziario e provvedimenti cautelari*, cit., 78). Dopo la riforma del diritto societario sembra peraltro tornata a prevalere una concezione schiettamente privatistica della denuncia al tribunale: cfr G. TERRANOVA, *op. cit.,* 136-140; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 562; S. ROSSI, *op. cit.*, 521; M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1216; N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.*, 22; ma v. quanto appena osservato nel testo e, *infra*, alla fine del paragr. 5, parte corrispondente alle note 174 e 175, nonché i rilievi di C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1139; A. *Il controllo giudiziario*, cit., 117; G.C. RIVOLTA, *op. cit.*, 755; M. LIBERTINI, *op. cit.,* 271; R. VIGO, *L'art. 2409 c.c. dopo la riforma societaria: la denuncia del collegio sindacale e l'attribuzione dei poteri dell'assemblea*, in *Giur. comm*., 2007, II, 1126, gli ultimi due anche per una rilettura della funzione dell'istituto nel quadro della *corporate social responsibility*. In giurisprudenza si continuano a considerare tutelabili, in linea di principio, anche interessi esterni alla società: v. Trib. Venezia, 17 gennaio 2004, in *Giur. comm.,* 2004, II, 540; App. Salerno, 19 luglio 2005, in *Giur. Merito,* 2007, 729.

se in queste ultime va registrata una possibile sovrapposizione con la legittimazione della Consob[82]. Tuttavia, parziale e non decisiva.

La legittimazione della Consob ai sensi dell'art. 152 t.u.f. si giustifica infatti in funzione dell'interesse di mercato, la cui tutela compete alla Commissione in via generale (art. 91 t.u.f.). Un interesse che è certamente presente tra quelli salvaguardati dal pubblico ministero. Tuttavia, la cerchia degli interessi protetti dal p.m. è più ampia[83], poiché l'interesse tutelato dalla Consob è comunque un interesse specifico e di settore che non può assumere rilievo esaustivo rispetto agli interessi, come detto anche esterni, presidiati dal P.M.

Del resto, si è detto che l'intervento del p.m. è volto a denunciare violazioni dei doveri di gestione, mentre ai sensi dell'art. 152 t.u.f. la Consob sottopone al tribunale quelle dei doveri di vigilanza riferibili all'organo di controllo (v. *infra,* paragr. 4.3). Pur in presenza della legittimazione di quest'ultimo, il pubblico ministero resta dunque il più naturale riferimento[84], con riguardo alla violazione degli amministratori, delle minoranze non qualificate, dei singoli soci e degli stessi componenti minoritari dell'organo di controllo – oggi, perfino della Consob – tutti soggetti sprovvisti di un autonomo potere di denuncia in via diretta delle violazioni degli amministratori[85]. Peraltro, la segnalazione delle sospette, gravi irregolarità

---

[82] Rilevata, già all'indomani dell'entrata in vigore del t.u.f., da M. BUSSOLETTI, *Procedimento ex art. 2409 c.c.*, cit., 346.

[83] In senso contrario M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1217, ribadendo la validità delle argomentazioni svolte ante riforma in ID., *Procedimento ex art. 2409 c.c.*, cit., 346-347. Per questo A. "non ha più senso che nelle società quotate il p.m. sia legittimato a proporre il ricorso *ex* art. 2409 c.c." partendo dalla constatazione che alla Consob viene "affidata ormai la tutela di una serie di interessi non più (come nel sistema della legge 216 del 1974) semplicemente privati, riconducibili alla verità e completezza dell'informazione societaria", ma anche pubblicistici. Secondo l'A. dovrebbe però escludersi la possibilità di tutelare con il procedimento *ex* art. 2409 c.c., "oltre agli interessi protetti dalla Consob, anche ulteriori interessi generali", con la conseguenza che "la legittimazione della Consob «scaccia» la legittimazione del pubblico ministero, dal momento che la Consob può svolgere molto meglio di quanto faccia il pubblico ministero le attività istruttorie e valutative preliminari alla presentazione di un ricorso *ex* art. 2409 c.c."

[84] Il pubblico ministero offre infatti la massima garanzia di terzietà e indipendenza rispetto all'organo interno di controllo nella valutazione del rilievo delle irregolarità gestorie e nella scelta di ricorrere al tribunale.

[85] V., peraltro, quanto osservato sul punto nel paragr. 4.3 e, per un possibile, ulteriore ampliamento dei soggetti che possono sollecitare l'intervento del p.m., *infra,* nt 180. Nella concezione privatistica della denuncia al tribunale la funzione di supplenza delle minoranze non qualificate (o di quelle che non vogliano sostenere i costi dell'iniziativa giudiziaria) costituisce la stessa *ratio legis* della legittimazione del p.m., messa in risalto da G. FERRI, *Le società,* cit., 794,

al pubblico ministero rende sì possibile una tutela giudiziaria altrimenti preclusa o rarefatta nei tempi[86], ma sottopone l'iniziativa di questi soggetti anche a un filtro in grado d'evitare denunce estemporanee o di mero disturbo.

La funzione in parola si rivela anzi particolarmente utile nelle società quotate per via della dispersione dell'azionariato, che rende oggettivamente difficile alle minoranze il raggiungimento della soglia di capitale del 5% richiesta per la presentazione della denuncia. Una soglia assai elevata se posta in rapporto con le dimensioni dei pacchetti azionari di minoranza, almeno nelle nostre maggiori società quotate, e che è dunque tale da precludere l'impiego concreto del rimedio da parte dei risparmiatori e da non renderlo agevolmente fruibile neanche da parte dei grandi investitori, in genere istituzionali, e delle organizzazioni di azionisti, gli unici comunque che possono aspirare a utilizzarlo[87].

---

pur nell'ambito di una ricostruzione il cui *incipit* dichiara priva di utilità la ricerca degli interessi tutelati dal procedimento (*ivi,* 790). Cfr anche M.J. BONELL, *op. cit.*, 234, e oggi G. TERRANOVA, *op. cit.,* 136; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 562. Peraltro, prima che al collegio sindacale venisse riconosciuta dal legislatore un'autonoma legittimazione attiva alla denuncia era pacifico che il carattere sostitutivo del p.m. potesse esplicarsi anche nei confronti dell'organo di controllo, in capo al quale si riteneva anzi sussistesse un vero e proprio onere di denuncia sanzionabile con la responsabilità *ex* art. 2407 c.c.: v. Cass., 17 settembre 1997, n. 9252, in *Foro it.*, 2000, I, 243, nonché in *Società,* 1998, 1025, con nota di G. DOMENICHINI, *In tema di doveri e responsabilità dei sindaci*, A. che già si era espresso favorevolmente in ID., *Il controllo giudiziario,* cit., 568, nt 42; Trib. Messina, 12 novembre 1999, in *Società,* 2000, 983; Trib. Rimini, 23 luglio 2002, in *Giur. comm.*, 2003, II, 187, con nota di G. CESARONI, *La responsabilità dei sindaci per omessa denuncia al p.m. ai sensi dell'art. 2409 c.c.*; Trib. Milano, 5 marzo 2007, in *Giur. it.,* 2007, 2778; Trib. Tortona, 10 marzo 2008, in *Corr. merito*, 2008, 816; Cass., 10 novembre 2010, n. 22911, in *Resp. civ. e prev.*, 2011, 1780. In dottrina, in questo senso anche C. MONTAGNANI, *Revoca del collegio sindacale, poteri deliberativi dell'amministratore giudiziario e controllo interno,* in *Giur. comm.,* 1988, I, 560; E. BERTACCHINI, *Iniziativa del collegio sindacale nella proposizione della denuncia ex art. 2409 c.c.,* in *Liuc Papers n. 29 - Serie Impresa e Istituzioni (8 aprile 1996),* disponibile all'indirizzo *http://www.biblio.liuc.it/liucpap/pdf/29.pdf*; G. CAVALLI, *I sindaci,* in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale*,* 5*,* Torino, 1988, 102. In senso contrario G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione,* cit., 238, che, considerando le irregolarità dei sindaci presupposto indefettibile della denuncia, riteneva che l'obbligo di segnalazione gravasse sul sindaco dissenziente rispetto al collegio.

[86] Nel caso della Consob, la legittimazione richiede, infatti, la mancata reazione dell'organo di controllo alle irregolarità di gestione in violazione dei doveri di vigilanza e dunque non consente alla Commissione un'iniziativa immediata: v. *infra,* paragr. 4.3, soprattutto nt 118 e testo corrispondente.

[87] Risultato coerente con l'originaria scelta del testo unico di riservare i diritti di *voice* racchiusi nella sezione rubricata "Tutela delle minoranze" non a qualsiasi minoranza intesa come moltitudine disorganizzata di azionisti contrapposta al gruppo di comando (alla quale faceva riferimento T. ASCARELLI, *I problemi*, cit., 13 nel porre in evidenza i problemi del controllo minoritario quale fisiologica "conseguenza della stessa costituzione della società e poi della grande impresa";

3.4 L'organo di controllo. Si è detto del rilievo sistematico che ha assunto nel nostro ordinamento il riconoscimento della legittimazione attiva in capo all'organo di controllo, cominciato nel 1998 con il collegio sindacale delle quotate, esteso nel 2003 a tutte le altre s.p.a. e agli organi di controllo dei sistemi dualistico e monistico dalla riforma societaria, confermato nel 2019 in occasione dell'estensione alle s.r.l. della denuncia *ex* art. 2409 da parte del Codice della crisi.

Per quanto concerne le s.p.a., la formulazione dell'art. 2409, comma 7, c.c. e dell'art. 152, comma 1, t.u.f. non lascia dubbi in merito al carattere collegiale del potere di denuncia nei tre modelli di *governance*, estendendo ai sistemi diversi dal tradizionale la soluzione adottata dal precedente testo della norma in relazione al collegio sindacale[88].

G.L. PELLIZZI, *Sui poteri indisponibili della maggioranza assembleare,* in *Riv. dir. civ.,* 1967, I, 117; cfr anche A. CERRAI e A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze,* in *Riv. soc.,* 1993, 10), ma a minoranze qualificate e tendenzialmente stabili, in una prospettiva volta a proporre al "piccolo azionista disorganizzato e inesperto (...) una gestione professionale del suo patrimonio mobiliare", anziché indurlo a "controllare personalmente la gestione della sua proprietà" (così A. GAMBINO, *Tutela delle minoranze,* cit., 137). V. SANTORO, *op. cit.*, 842 considera la riduzione del *quorum* previsto dall'art. 2409 c.c. per la denuncia al tribunale l'emblema della differenza tra l'impostazione ascarelliana (tradottasi nel *Progetto Ascarelli del 1956,* in *La riforma delle società di capitali in Italia. Progetti e documenti*, a cura di S. Scotti Camuzzi, Milano, 1966, 257) e quella adottata dal t.u.f., osservando che, con la legittimazione alla denuncia ai soci che avessero investito in azioni della società quaranta milioni di lire, l'art. 10 del *Progetto Ascarelli* "era già attento a non concedere un'impropria arma di ricatto ad azionisti irrilevanti, ma allo stesso tempo dava peso a quanti, anche individualmente, avessero investito una somma cospicua, ma pur sempre alla portata di uno o più facoltosi risparmiatori", considerato che alla luce dell'inflazione 40 milioni del '56 corrispondevano a meno di un miliardo di lire del 1998 e, oggi, a circa 600.000 euro. Non sembra, del resto, che la successiva evoluzione legislativa si sia discostata dall'originaria impostazione del t.u.f., considerato che anche la legge sul risparmio n. 262/2005 ha introdotto nelle società quotate la figura dell'amministratore di minoranza, eletto attraverso la tecnica del voto per liste, consentendo tuttavia allo statuto sia di determinare la quota minima di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste in misura non superiore a un quarantesimo del capitale (o alla diversa soglia, anche più elevata, stabilita dalla Consob), sia di prevedere che "ai fini del riparto degli amministratori da eleggere, non si tenga conto delle liste che hanno conseguito una percentuale di voti almeno pari alla metà di quella richiesta dallo statuto per la presentazione delle stesse". Può conseguentemente verificarsi l'ipotesi che non venga eletto l'amministratore di minoranza: G.D. MOSCO, *Le regole di governance per le quotate. Una risorsa o un peso?,* in *Imprese e investitori. Crescita, tutele, interessi,* a cura di G.D. Mosco e F. Vella, Milano, 2008, 46-47.

[88] Il punto è pacifico in dottrina: v. F. CAMILLETTI, *La disciplina della denuncia al tribunale secondo il testo unico dell'intermediazione finanziaria,* in *Contratto e impresa,* 2000, 1428; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 822; E. DALMOTTO, *op. cit.*, 1248; C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1138. Sembra invece ammettere la legittimazione individuale alla denuncia A. CHIZZINI, *Modifiche*

È stata così confermata la scelta di non attribuire con riguardo alle stesse quotate un potere individuale di denuncia ai componenti dell'organo di controllo, scelta che avrebbe rafforzato il ruolo di quello eletto dalla minoranza[89], oggi necessariamente presente (148 t.u.f.) in tutti e tre i sistemi organizzativi. La soluzione si spiega, forse, con la considerazione che la denuncia è un potere di reazione (di ultimo grado)[90] e che l'intera fase reattiva della vigilanza è connotata in senso collegiale, almeno quando si risolve in iniziative giudiziarie che portano all'esterno della società il conflitto tra gestori e controllori[91]. Ai singoli componenti

---

al controllo giudiziale sulla gestione nel novellato art. 2409 c.c., in *Riv. dir. civ.,* 2004, II, 741. V., in ogni caso, quanto osservato *retro,* nt 85 e testo corrispondente. Per un'applicazione giurisprudenziale del principio di collegialità della denuncia proveniente dal collegio sindacale cfr App. Firenze, in *Giur. it.,* 2018, 1441, con nota di A. BERTOLOTTI, che in una fattispecie caratterizzata dalla rinuncia all'incarico da parte di un sindaco effettivo, della quale il supplente non era stato ancora informato, ha considerato "inammissibile per carenza di legittimazione" il ricorso deliberato dai sindaci non dimissionari in una riunione alla quale non erano stati convocati né il rinunciante né il supplente. In giurisprudenza è stato altresì affermato che non sarebbe necessaria "una previa specifica delibera" del collegio sindacale ai fini della proposizione della denuncia (così Trib. Milano, 14 maggio 2012, in *Foro it.,* 2013, I, 2660, con nota di C. MERONI, affermazione alla quale mostrano adesione G. CANALE, *L'art. 2409 c.c.: i procedimenti in camera di consiglio*, in *Diritto processuale civile* diretto da L. Dittrich, IV, Milano, 2019, 4715; G. ROMANO, *op. cit.,* 2235), il che sembra però in contrasto con lo stesso carattere collegiale della legittimazione, il quale impone che anche in questo caso il collegio sindacale si esprima attraverso una deliberazione.

[89] Come già notato in G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Commento all'art. 152 t.u.f.*, cit., 2092. Nello stesso senso già E. DALMOTTO, *op. cit.*, 1533 e oggi S. VANONI, *Denunzia al tribunale,* cit., 107.

[90] *Retro,* nt 21 e testo corrispondente. V. anche G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1272; P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* cit., 1775; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 572.

[91] Anche per l'esercizio dell'azione di responsabilità, l'altro fondamentale potere di reazione attribuito al collegio sindacale dalla legge sul risparmio n. 262/2005, è richiesta infatti (art. 2393, comma 3, c.c.) una deliberazione del collegio, "assunta con la maggioranza di due terzi dei suoi componenti". Nel sistema dualistico, invece, l'azione di responsabilità nei confronti dei consiglieri di gestione può essere promossa dal consiglio di sorveglianza, sempre collegialmente, ma a maggioranza semplice: il raggiungimento della maggioranza qualificata di 2/3 comporta tuttavia la revoca automatica dei consiglieri di gestione, contestualmente sostituiti dallo stesso consiglio di sorveglianza. Quanto al potere di convocazione dell'assemblea dei soci, il t.u.f. lo riconosce sia al collegio sindacale (art. 151, comma 2), sia al consiglio di sorveglianza (art. 151-*bis,* comma 2); la convocazione, qualora abbia per oggetto irregolarità dei gestori, è evidentemente finalizzata a sollecitare una reazione dei soci (nel sistema tradizionale attraverso la revoca e l'esercizio dell'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, mentre nel dualistico soltanto attraverso questo secondo rimedio, poiché la revoca dei consiglieri di gestione è di competenza dello stesso consiglio di sorveglianza: v. quanto osservato più avanti nel testo). Tuttavia, il legislatore consente l'esercizio del potere di convocazione dell'assemblea anche da parte di almeno due componenti dell'organo di controllo, derogando così alla regola della collegialità in ragione del fatto che la reazione dell'organo di controllo si limita a una funzione meramente referente nei confronti dell'assemblea. Per una critica al meccanismo del "filtro" rappresentato dall'iniziativa congiunta di due componenti dell'organo di controllo, che blocca l'effettiva trasformazione del potere di convocazione da collegiale in individuale, R. ALESSI, *Il rapporto dialettico tra collegio sindacale e soci,* in *Il collegio sindacale. Le nuove regole,* a cura di R. Alessi,

dell'organo è però attribuito un ruolo incisivo nella fase istruttoria della vigilanza[92], nella quale i componenti (e così quello di minoranza) hanno comunque modo d'assumere iniziative autonome. Il carattere collegiale del momento reattivo consente poi di coinvolgere, e soprattutto di responsabilizzare in ordine all'esito delle verifiche individuali, anche coloro che non vi avessero preso parte attivamente[93].

Nelle s.r.l., l'art. 2477 c.c. lascia piena autonomia alla società in punto di configurazione pluripersonale o monocratica dell'organo e quest'ultima costituisce anzi la soluzione di *default* in mancanza di una diversa opzione statutaria (comma 1), così che la denuncia, pur sempre dell'organo come tale, può derivare da una scelta individuale. Qualora, invece, venga prevista la costituzione di un organo collegiale, il rinvio alle norme sul collegio sindacale della s.p.a. operato dall'art. 2477, comma 4, c.c. vale anche a confermare il carattere collegiale del potere di denuncia.

Va nondimeno ricordato che l'autonomia lasciata dall'art. 2477 c.c. alle s.r.l. non riguarda la sola strutturazione (monocratica o collegiale) dell'organo di controllo, ma anche la sua alternatività rispetto al revisore, nonostante l'obiettiva diversità della tipologia e dell'oggetto dei controlli (controllo sulla gestione vs. controllo contabile) che le due figure sono chiamate a svolgere nel nostro ordinamento. Alternatività che – stando al dato letterale, caratterizzato dall'utilizzo della disgiuntiva sia al comma 1, sia al comma 3 dell'art. 2477 c.c. – non è messa in discussione neppure nel caso in cui la società superi i parametri

N. Abriani, U. Morera, Milano, 2007, 15. In argomento anche S. AMBROSINI, *I poteri dei sindaci,* ivi, 242.

[92] L'art. 151, comma 1, t.u.f., attribuisce a ciascun sindaco il potere di "procedere in qualsiasi momento ad atti di ispezione e controllo", e i successivi artt. 151-*bis,* comma 4, e 151-*ter,* comma 4, pur configurando come collegiali i poteri ispettivi del consiglio di sorveglianza e del comitato per il controllo sulla gestione, ne consentono la delegabilità a singoli componenti: v. S. AMBROSINI, *I poteri dei sindaci,* cit., 227; G.D. MOSCO, *Cognosco, ergo sum. L'informazione e la nuova identità del collegio sindacale,* in *Il collegio sindacale. Le nuove regole,* a cura di R. Alessi, N. Abriani, U. Morera, Milano, 2007, 318.

[93] In ragione della funzione ponderatoria che viene tradizionalmente riconosciuta al metodo collegiale in contesti diversi da quello assembleare (dove ha invece una preminente funzione di composizione di interessi configgenti): sul punto, P.M. SANFILIPPO, *Funzione amministrativa e autonomia statutaria nella società per azioni,* Torino, 2000, 96; P. FERRO-LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge ed all'atto costitutivo*, Milano, 1976, (rist. an. 1993), 187, nt 169.

qualitativi e quantitativi che, in base al comma 3 della disposizione, rendono obbligatoria l'attivazione della funzione di controllo[94].

Non è perciò revocabile in dubbio che la volontà legislativa – pur discutibile, e forse da rimeditare interpretativamente almeno nelle s.r.l. di maggiori dimensioni alla luce del dovere di adeguatezza degli assetti – sia stata quella di un sistema dei controlli "destrutturato"[95], nel quale sussiste sempre una piena libertà di scelta da parte dei soci tra l'inserimento nell'organizzazione di un organo di controllo sulla falsariga del modello sindacale – incaricato della vigilanza gestoria nonché (necessariamente, è da intendersi) della revisione dei conti[96] – ovvero di un revisore esterno (persona fisica o società) incaricato della sola funzione di revisione legale dei conti *ex* d.lgs. 39/2010. Ne consegue che qualora venga statutariamente esercitata l'opzione per la figura del revisore in luogo dell'organo di controllo, al revisore non potrà essere riconosciuto alcun potere di denuncia delle gravi irregolarità degli amministratori *ex* art. 2409[97], con un pesante impatto sull'assetto corporativo della società, peraltro non diverso da quello che caratterizza altri strumenti di valutazione della correttezza gestoria, quali "una ridotta capacità in ordine alle impugnative assembleari, alla competenza circa l'interpretazione delle scelte del consiglio di amministrazione e agli eventuali profili di responsabilità, alla valutazione dei conflitti di interesse, alla possibilità di convocare l'assemblea in caso di situazioni di particolare urgenza e gravità; ma, soprattutto, una generale rinuncia al controllo di legalità e sul rispetto

[94] In argomento v. da ultimo E. PEDERZINI, *La funzione di controllo interno nelle società a responsabilità limitata e la scelta imperfetta tra sindaco e revisore*, in *Riv. soc.,* 2023, 415; I. DEMURO e A. MONTANARI, *L'organo di controllo nelle società a responsabilità limitata,* in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, III, Milano, 2022, 681; F. INNOCENTI, *Composizione e nuovi poteri/doveri dell'organo di controllo e del revisore nelle s.r.l., tra vecchi e nuovi interrogativi,* in *Giur. comm.,* 2021, I, 145; N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli,* op. cit., 878; G.M. **BUTA**, *I controlli nella s.r.l.*, in Digesto *Disc. Priv. – sezione comm., Aggiornamento IX* diretto da R. Sacco, Torino, 2015, 158; O. CAGNASSO, *I controlli nella s.r.l.*, in *Giur. it.*, 2013, 2438; P. BUTTURINI, *L'ultima versione dell'art. 2477 c.c. tra dubbi ermeneutici e interpretazioni "ortopediche": note a prima lettura*, in *Studium iuris*, 2013, 412.

[95] Così N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli,* op. cit., 878; parla di un vero e proprio "arbitraggio normativo" P. BENAZZO, *I controlli interni nella s.r.l. dal 1942 al 2012*, in *Riv. dir. soc.*, 2013, I, 35; F. INNOCENTI, *op. cit.,* 157; per una recente indagine sui limiti, espliciti o impliciti e di sistema, all'autonomia statutaria in materia di controlli nelle s.r.l. E. PEDERZINI, *op. cit.*, 430.

[96] Salvo che non si opti per l'istituzione congiunta di un organo di controllo e di un revisore.

[97] Nello stesso senso, esplicitamente, I. DEMURO e A. MONTANARI, *op. cit.,* 698.

dei principi di corretta amministrazione"[98].

3.5 La Consob (rinvio). Per quanto concerne, infine, la legittimazione della Consob, le ragioni della sua previsione a opera dell'art. 152, comma 2, T.u.f. sono state già spiegate nell'indicare i rapporti e le possibili sovrapposizioni con quella del pubblico ministero.

Rimane nondimeno da chiarire il significato del vero tratto peculiare di questa legittimazione attiva rispetto alle altre, costituito dall'avere per oggetto le sole irregolarità dell'organo di controllo anziché quelle gestorie degli amministratori. Profilo che, afferendo all'imputazione soggettiva e oggettiva delle "gravi irregolarità", è opportuno trattare nell'ambito di una più generale riflessione sui possibili destinatari della denuncia (v. il successivo paragr. 4).

4. I presupposti e i possibili esiti della denuncia. 4.1. Le "gravi irregolarità". La costruzione dei requisiti, e dunque l'indagine su di essi, continua a ruotare intorno al concetto di "gravi irregolarità", formula[99] alla quale il legislatore non ha rinunciato nonostante i tanti dubbi interpretativi che da sempre suscita[100].

---

[98] Così N. ABRIANI, *Il sistema dei controlli,* op. cit., 880.

[99] La formula è stata utilizzata inizialmente per ribadire quella dei "fatti censurabili" che potevano essere denunciati al collegio sindacale, come emerge dalla ricostruzione della genesi dell'art. 153 cod. comm. (nel quale la formula era già presente, seppure utilizzata al singolare) di A. PATRONI GRIFFI, *Il controllo giudiziario,* cit., 323, e ID., *Società (controllo societario sulle),* cit., 16 per il quale "l'espressione corrisponde ad un mero preziosismo stilistico" del legislatore, testimoniato anche dal fatto che "nell'art. 94 del Progetto Vigliani, che consentiva l'istanza agli azionisti se vi era «fondato sospetto di *gravi irregolarità* nell'adempimento dei doveri degli amministratori, i provvedimenti del tribunale erano subordinati ai *fatti censurabili* accertati nella relazione". Cfr anche G. FERRI, *Le società,* cit., 794. Parla di una "ridondante verbosità" della norma G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 599, e ID., *Commento all'art. 2409,* cit., 787.

[100] In quanto "vaga e indeterminata": così G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 599, e nello stesso senso, tra i tanti, C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1131; N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.,* 5, che parla di una "locuzione *open textured* (…) nel senso che sicuramente esistono situazioni che rientrano nella nozione ed altre che non vi rientrano, ma esiste anche una zona di confine in cui non v'è certezza", nella quale l'interprete gode di un elevato grado di discrezionalità; G. TERRANOVA, *op. cit.,* 141, riferisce di "un certo imbarazzo" della dottrina chiamata a stabilire "se le irregolarità riscontrate nella gestione siano «gravi» ed in quale grado", e di una giurisprudenza "rimasta in un limbo d'indeterminatezza, decidendo caso per caso sulla base del semplice buon senso". Sul dilemma tra *case method* e ricostruzione concettuale nell'approccio alla norma v. S. LA CHINA, *op. cit.,* 1152.

La formula va esaminata sotto diversi profili.

Anzitutto, le gravi irregolarità escludono la valutazione dello stato psicologico (di dolo o colpa) dei relativi autori[101] e mantengono un rilievo oggettivo che si sostanzia in divergenze del comportamento degli amministratori da quello contemplato da regole che prevedono come doveroso un determinato modello comportamentale[102]. Regole che è indifferente siano contenute in vere e proprie norme giuridiche dell'ordinamento societario ovvero poste ad altri fini o nelle "norme relative al funzionamento della società" (2328 c.c.) dettate dall'atto costitutivo o dallo statuto (arg. *ex* art. 2377, 2388, e 2392 c.c.).

Per gli amministratori di società quotate vengono in considerazione anche le norme di autoregolamentazione contenute nei codici di comportamento[103] ai quali la società abbia dichiarato di aderire ai sensi dell'art. 123-*bis,* comma 2, lett. a) t.u.f.[104], in particolare nel Codice di *Corporate Governance* promosso da Borsa

[101] Nel nuovo testo dell'art. 2409 c.c. le irregolarità degli amministratori discendono dalla "violazione dei loro doveri", anziché essere genericamente ricondotte all'"adempimento" degli stessi come nella vecchia formulazione, che aveva indotto G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione,* cit., 192 a considerare necessari ai fini della denuncia il dolo o la colpa degli amministratori. In argomento cfr anche V. CERAMI, *op. cit.*, 56, e, per un'attenta critica, A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* cit., 15. V. anche, in giurisprudenza, App. Milano, 2 dicembre 1991, in *Società,* 1992, 800. Il punto è ormai pacifico, nel senso del testo, dopo la riforma v. N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.,* 19; G. TERRANOVA, *op. cit.,* 144.

[102] È indifferente che tale divergenza si traduca in un comportamento commissivo od omissivo: per tutti A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* cit., 12; R. RORDORF, *La irregolare amministrazione della società*, in *Società*, 1990 1201; nonché, dopo la riforma, N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.*, 18, il quale esclude che al termine "violazione" possa attribuirsi un significato di consapevolezza del trasgredire che renderebbe irrilevanti comportamenti omissivi.

[103] Ferma la loro forza espansiva quali principi che finiscono per dover essere tenuti presente anche dagli amministratori di società non quotate: v. per es., con riguardo a quelli di una s.r.l. e con riferimento alle scelte relative all'assetto organizzativo, Trib. Roma, 8 aprile 2020, in *Giur. imprese,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2020/04/20200408_RG8159-2017-1.pdf.* V. quanto osservato di seguito nel testo e nelle note.

[104] Escluse le disposizioni alle quali la società abbia dichiarato di non aderire "motivando le ragioni" (art. 123-*bis,* comma 2, lett. a), t.u.f.) in base al noto principio del *comply or explain.* In argomento, M.L. PASSADOR, *Su alcuni recenti sviluppi dell'autodisciplina,* in *Riv. soc.,* 2020, 302; G. PRESTI, *Tutela del risparmio e codice di autodisciplina delle società quotate,* in *AGE,* 2006, 51; A. GAMBINO, *Etica dell'impresa e codici di comportamento*, in *Riv. dir. comm. e obbligazioni*, 2006, 881; P.M. SANFILIPPO, *I codici di autodisciplina societaria: nuovi problemi di enforcement,* ivi, 2008, 929; N. IRTI, *Due temi di governo societario (responsabilità "amministrativa" – codice di autodisciplina),* in *Giur. comm.,* 2003, I, 693; N. BRUTTI, *Codici di comportamento e società quotate*, in *Giur. comm.*, 2007, I, 238.

Italiana s.p.a.[105] A quest'ultimo riguardo va osservato che, sebbene sia pacifico che i codici di comportamento non assurgono a fonti di produzione normativa[106], nella materia dei doveri degli amministratori l'autodisciplina non fa altro che riempire di contenuto concreto clausole generali[107] dalle quali derivano obblighi la cui violazione espone certamente gli amministratori a responsabilità nei confronti della società. Sarebbe perciò contraddittorio escluderle dal novero di quelle denunciabili ai sensi dell'art. 2409 c.c.

Anzi, il sindacato giudiziario sulla violazione di questi doveri non incontra limiti diversi a seconda che sia esercitato nell'una o nell'altra sede. Ne consegue che, pure nell'ambito del procedimento attivato ai sensi dell'art. 2409 c.c., il c.d. *duty of care* va reinterpretato (e in certo senso circoscritto) come dovere di assumere decisioni ragionevoli, ponendo l'accento sulla *reasonable investigation* che deve precederne l'adozione ed escludendo qualunque valutazione del merito delle decisioni gestorie (c.d. *business judgement rule*)[108]. Regola che, per

---

[105] Sull'ultima versione del Codice di *corporate governance,* approvata dal comitato nel gennaio 2020 e disponibile all'indirizzo *https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020.pdf,* v. M. VENTORUZZO, *Il nuovo codice di corporate governance 2020: le principali novità*, in *Società,* 2020, 439; G. ALPA, *Il nuovo codice della corporate governance delle società quotate,* in *Contratto e Impr.,* 2020, 567.

[106] Cfr gli Autori citati *retro,* nt 104. A favore del rilievo delle violazioni di regole autodisciplinari nella denuncia al tribunale *ex* art. 2409 c.c. anche N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.,* 17, sulla base della considerazione che, pur se "adottate dagli amministratori in una situazione di perfetta autonomia, le stesse finiscono per essere delle regole oggettivizzate", richiamando la posizione espressa sul punto da N. IRTI, *op. cit.*, 699; cfr anche R. ROSAPEPE, *Corretta amministrazione, codici di comportamento ed informazione,* in *Riv. soc.,* 2008, 187 per l'individuazione di una funzione di orientamento al mercato del codice di autodisciplina che travalica il livello puramente contrattuale. Del resto, l'art. 149, comma 1, alla lett. c-*bis)* contempla espressamente tra i doveri del collegio sindacale la vigilanza 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 aderire", sicché le verifiche dell'organo di controllo circa la *compliance* al codice non possono essere di carattere meramente formale e circoscritte alla dichiarazione di adesione resa dalla società, ma devono estendersi "al riscontro concreto dell'attuazione dell'intento (pubblicamente dichiarato) di adeguamento ai dettami del codice di comportamento da parte dell'emittente quotato, […] nel senso che i comportamenti concreti della società (ed in particolare, degli organi sociali) si conformino a tali principi e regole operative" (così D. CATERINO, *Autodisciplina societaria e doveri del collegio sindacale nella legge sul risparmio*, in *Banca borsa*, 2008, I, 488-489).

[107] Quelle di diligenza, di lealtà e di correttezza nell'amministrazione, sulle quali v., anche per ulteriori riferimenti, G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità*, cit., 126.

[108] La possibilità che l'oggetto del sindacato giudiziario in sede di denuncia di gravi irregolarità *ex* art. 2409 c.c. si estenda anche alle "violazioni degli obblighi generali di gestire con diligenza, nell'interesse sociale e senza conflitti di interesse" (così G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,*

converso, non trova applicazione con riferimento a decisioni in cui l'amministratore sia portatore di un interesse personale e, più in generale, che non siano state adottate in "buona fede", dunque ogni qual volta la denuncia di gravi irregolarità riguardi violazioni del c.d. *duty of loyalty* da parte degli amministratori[109].

4.2 Il procedimento. In particolare, la sostituzione assembleare "provocata" degli amministratori e dei sindaci e i provvedimenti graduati del tribunale. In secondo luogo, le "gravi irregolarità" non rappresentano un semplice presupposto per l'avvio del procedimento giudiziario, ma ne scandiscono le diverse fasi modulando l'intervento del giudice e dei suoi ausiliari[110].

Per i denuncianti, solo all'apparenza è sufficiente che le irregolarità rimangano allo stadio di un mero sospetto, che non può comunque derivare da una valutazione soggettiva, ma deve essere "fondato", ossia giustificato da fatti e circostanze costituenti obbiettivi indizi delle violazioni dei doveri gestori[111]. Il rilievo sintomatico degli indizi allegati dai denuncianti dev'essere, infatti, subito

---

cit., 787-788) è stata tuttavia esclusa da parte della giurisprudenza, peraltro rimasta isolata (come ricorda V. ALLEGRI, *Denuncia di gravi irregolarità,* cit., 751): Cass., 12 novembre 1965, n. 2359, in *Giust. civ.,* 1966, I, 1149; Cass., 6 marzo 1970, n 558, in *Foro it.*, 1970, I, 1728. Prevale l'opinione inversa, pur con il limite dell'insindacabilità nel merito delle scelte gestionali degli amministratori, salva l'ipotesi del conflitto d'interessi: cfr App. Milano, 4 luglio 2003, in *Foro pad.,* 2005, 100; App. Napoli, 13 maggio 2002, in *Giur. Merito,* 2002, 1251; App. Roma, 3 aprile 2002, in *Gius.,* 2002, 1304; Trib. Venezia, 30 novembre 2001, in *Società,* 2002, 346; App. Milano, 15 luglio 1997, in *Società,* 1997, 1415; nonché, con specifico riferimento a ipotesi di violazione del divieto di non perseguire interessi in conflitto con l'interesse sociale, o comunque a esso estranei, Trib. Brescia, 17 luglio 2000, in *Foro it.,* 2001, I, 3384; Trib. Napoli, 23 marzo 1992, in *Società,* 1992, 1097.

[109] Sulla protezione accordata dalla *business judgement rule* v. ancora G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità*, cit., 132, spec. nt 40.

[110] Sul punto anche G. TERRANOVA, *op. cit.,* 140, sebbene per l'A. l'inserimento del danno potenziale abbia rubato il palcoscenico alla nozione di "gravi irregolarità".

[111] Il fondato sospetto non può basarsi "su mere supposizioni o su indimostrati rilievi critici, bensì su elementi di sicuro affidamento che, pur non assurgendo a livello di prova, abbiano tuttavia riscontri obiettivi che vanno al di là del semplice sospetto" per App. Lecce, 9 luglio 1990, in *Giur. Merito*, 1990, 927; *adde*: Trib. S. Maria Capua Vetere, 15 luglio 2003, in *Dir. e prat. soc.*, 2004, 12, 79; Trib. Udine, 14 luglio 1990, in *Foro it.*, 1991, I, 1945; Trib. Palermo, 24 novembre 1999, in *Società,* 2000, 866, sull'onere di allegazione fattuale del denunciante, che esclude la possibilità di demandare al tribunale un'attività esplorativa volta alla ricerca di irregolarità genericamente sospettate. In dottrina, G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 786; V. VITRÒ, *Controllo giudiziario e provvedimenti cautelari*, cit., 106; S. LA CHINA, *op. cit.,* 1159.

verificato dal tribunale alla luce delle dichiarazioni rese da amministratori e sindaci, ascoltati in camera di consiglio ai sensi dell'art. 2409, comma 2, c.c.[112] Per tale via – oltre che sulla base della denuncia – il tribunale accerta che il sospetto sia verosimile dando corpo almeno al sentore dell'effettiva sussistenza delle irregolarità[113]. Verosimiglianza che, oltre a legittimare l'esercizio del potere ispettivo[114], sembra essere anche alla base della facoltà, concessa alla società

[112] Finalità dell'audizione è infatti quella di acquisire gli elementi informativi, anche ulteriori rispetto a quelli prospettati dai ricorrenti, necessari ai fini del giudizio delibatorio in merito alla fondatezza del sospetto: cfr R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 576; G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione,* cit., 233; E. DALMOTTO, *op. cit.*, 1554.

[113] Non si tratta di un *fumus* in senso tecnico, atteso che la natura cautelare del procedimento *ex* art. 2409 c.c. – pure autorevolmente sostenuta in passato, ravvisando proprio nel fondato sospetto di gravi irregolarità gli estremi del *fumus boni iuris,* e nella probabilità che la società subisse un danno il c.d. *periculum in mora* (così V. ALLEGRI, *Denuncia di gravi irregolarità,* cit., 475; R. PROVINCIALI, *op. cit.*, 312; Trib. Milano, 4 febbraio 1991, in *Giur. it.*, 1991, I, 2, 404; App. Venezia, 29 maggio 1990, in *Foro it.*, 1991, I, 1237) – viene oggi correttamente esclusa da dottrina e giurisprudenza attraverso un percorso argomentativo che fa propendere per la natura di volontaria giurisdizione del procedimento in esame (*ex multis*, Cass., 8 maggio 2001, n. 6365, in *Mass. Foro it.,* 1987, 551; Cass., 16 giugno 2000, n. 8226, *ivi,* 2000, 746; Cass., 18 aprile 2000, n. 5001, *ivi,* 2000, 476; App. Firenze, 18 settembre 2001, in *Giur. Merito,* 2002, 73); in dottrina, per una sintesi delle principali questioni sottese alla natura del procedimento, A. NASCOSI, *La condanna alle spese nel procedimento di cui all'art. 2409 c.c.*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 2002, 1033. V. anche la successiva nt 114.

[114] Prima che la riforma del diritto societario sancisse espressamente la possibilità di proporre reclamo avverso il provvedimento d'ispezione disposto dal Tribunale (cfr art. 2409, comma 2, ult. periodo, c.c.), l'opinione favorevole alla reclamabilità immediata del decreto veniva fondata anche sulla circostanza che esso implicava una compiuta delibazione da parte del tribunale in ordine alla sussistenza del "fondato sospetto": cfr App. Bologna, 21 novembre 1991, in *Società*, 1992, 503; App. Firenze, 21 novembre 1991, in *Giur. comm.*, 1992, II, 956; App. Palermo, 3 maggio 1991, *ivi*, 1992, II, 258, Cass., 16 marzo 1993, n. 3127, *ivi,*1994, II, 563: in dottrina, S. LA CHINA *op. cit.*, 1163. La tesi contraria alla reclamabilità faceva leva sul carattere istruttorio del provvedimento d'ispezione, assimilato a una c.t.u.: cfr per ulteriori indicazioni E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1270. In realtà, come osserva V. VITRÒ, *Il controllo giudiziario delle imprese collettive. Le regole del Sarbanes-Oxley Act,* Milano, 2007*,* 469, "il giudizio del tribunale nella prima fase del procedimento non può non essere di carattere delibatorio", atteso che l'allegazione dei ricorrenti sarà supportata da una prova indiziaria o presuntiva, "perché si deve interpretare il significato di un certo fatto (fatto indiziario) per risalire ad un fatto ignoto". Per G. TERRANOVA, *op. cit.,* 140, il fondato sospetto "avrebbe la stessa funzione degli «inadempimenti o altri fatti esteriori», che consentono la dichiarazione di fallimento", anche se forse si potrebbe prescindere dai requisiti di gravità, precisione e concordanza indicati dall'art. 2729 c.p.c. Sui problemi della prova presuntiva dell'insolvenza, anche per quanto concerne il controllo del meccanismo inferenziale da parte del giudice, v., con specifico riferimento alla revocatoria, S. LOPREIATO, *Pluralità e concordanza di elementi indiziari nella ricostruzione presuntiva della scientia decoctionis,* in *Banca borsa,* 2005, II, 656. Ovviamente, il tribunale può omettere di disporre l'ispezione nell'ipotesi in cui vengano allegate dai denuncianti irregolarità pienamente provate: così Trib. Tivoli, 5 luglio 2004, in *Giur. Merito,* 2005, 1839. In ogni caso, il provvedimento non ha di regola efficacia immediata. In seguito all'abrogazione del rito societario (d. lgs. n. 5/2003) operata dalla l. 18 giugno 2009, n. 69, il reclamo avverso il provvedimento d'ispezione (che riveste necessariamente la forma del decreto, al pari di tutti i provvedimenti previsti dall'art. 2409: art. 103 disp. att. c.c.) è infatti disciplinato dal capo VI, libro IV, c.p.c., recante le disposizioni comuni ai procedimenti in camera di consiglio. In

dal comma 3 della disposizione, di sostituire amministratori e sindaci "con soggetti di adeguata professionalità, che si attivano senza indugio per accertare se violazioni sussistono e, in caso positivo, per eliminarle" (art. 2409, comma 3). Sebbene rimessa dalla norma alla volontà assembleare, la sostituzione interviene dopo la presentazione della denuncia ed è pertanto chiaramente finalizzata a conseguire la sospensione di un procedimento nel quale le gravi irregolarità denunciate hanno assunto un qualche grado di probabilità, e dunque a evitare la gestione giudiziaria dell'ispezione e dell'eventuale fase volta al ripristino della legalità[115].

---

particolare, in base all'art. 741, comma 1, c.p.c. – che subordina l'efficacia dei provvedimenti camerali alla loro definitività, cioè alla circostanza che essi non possano più essere oggetto di reclamo – il provvedimento d'ispezione acquista efficacia soltanto una volta che sia decorso il termine di dieci giorni previsto dagli artt. 739-740 c.p.c. senza che sia stato proposto reclamo alla corte d'appello competente, mentre il provvedimento emesso da quest'ultima in sede di reclamo è immediatamente efficace, non essendo ulteriormente reclamabile *ex* art. 739, comma 3, c.p.c. Tuttavia, ai sensi dell'art. 741, comma 2, c.p.c. il tribunale può disporre che il provvedimento d'ispezione abbia "efficacia immediata" qualora sussistano "ragioni d'urgenza" – in verità, il più delle volte logicamente presenti nel procedimento *ex* art. 2409 c.c. – efficacia che non viene meno a seguito della proposizione del reclamo, ma può essere sospesa soltanto attraverso un apposito provvedimento pronunciato dal giudice superiore su richiesta del reclamante; in argomento v. E. FAZZALARI, *Giurisdizione volontaria (dir. proc. civ.),* in *Enc. dir.,* XIX, Milano, 1970, 330. Per quanto concerne, invece, il decreto di revoca degli organi sociali e di nomina dell'amministratore giudiziario *ex* art. 2409, comma 4, c.c., parte della giurisprudenza lo qualifica alla stregua di una fattispecie eccezionale di provvedimento camerale immediatamente efficace *ex lege,* in quanto "priva l'imprenditore, dalla sua data, dell'amministrazione della società nei limiti dei poteri conferiti all'amministratore giudiziario" (art. 92, comma 1, disp. att. c.c.): Trib. Palermo, 4 giugno 1997, in *Società,* 1998, 75; App. Firenze, 18 settembre 2001, in *Giur. Merito,* 2002, 73; *contra,* App. Roma, 10 agosto 2000, in *Società,* 2001, 438.

[115] Al tribunale compete in ogni caso la valutazione della congruità dell'intervento della società ai fini della sospensione del procedimento e della determinazione del relativo periodo. Alla luce della necessaria verosimiglianza del sospetto si stempera, d'altro canto, la critica comunemente mossa dalla dottrina alla previsione contenuta nell'art. 2409, comma 3, c.c. in merito all'inopportunità "della sostituzione degli amministratori e dei componenti l'organo di controllo *prima* che le irregolarità siano state accertate" (così R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 578; ma v. anche G.C. RIVOLTA, *op. cit.*, 761; M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1223; M. CERA, *op. cit.,* 375; S. FORTUNATO, *I "controlli" nella riforma del diritto societario,* in *Riv. soc.,* 2003, 893). Il meccanismo previsto dall'art. 2409, comma 3, c.c. recepisce una prassi giurisprudenziale che, pur non considerando la sostituzione degli amministratori in pendenza del ricorso condizione sufficiente per dichiararne l'improcedibilità, riteneva nondimeno opportuno verificare se tale sostituzione fosse idonea all'eliminazione delle irregolarità, invitando i nuovi organi sociali a presentare una relazione sull'attività svolta (cfr Trib. Santa Maria Capua Vetere, 4 maggio 2001, in *Società*, 2002, 69, Trib. Roma, 13 luglio 2000, in *Giur. it.*, 2000, 2103, Trib. Milano, 15-27 novembre 1995, *ivi*, 1996, I. 2, 1; Trib. Milano, 7-11 luglio 1995, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, 593; per un'applicazione del nuovo art. 2409, comma 3, v. invece Trib. Vicenza, 27 marzo 2009, in *Giur. comm*., 2010, II, 746, con nota di SQUAROTTI). Osserva E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1274 che si tratta "di una sospensione impropria, perché durante il tempo in cui il procedimento di denuncia si arresta, i nuovi amministratori e sindaci sono tenuti ad accertare ed eliminare le violazioni

La “sussistenza” delle irregolarità, accertata in sede di ispezione giudiziaria – ovvero dai nuovi amministratori e sindaci nominati ai sensi dell’art. 2409, comma 3, e perdurante nonostante le attività da questi ultimi compiute – attribuisce al tribunale il potere/dovere d’adottare gli opportuni provvedimenti provvisori[116] e di convocare l’assemblea “per le conseguenti deliberazioni”.

L’emergere dei “casi più gravi”, infine, legittima il tribunale a revocare gli amministratori, ed eventualmente anche i sindaci, per sostituirli con un amministratore giudiziario. La fase della gestione giudiziaria resta, in ogni caso, temporalmente circoscritta – dunque, di carattere eccezionale: l’amministratore nominato dal tribunale alla scadenza dell’incarico è tenuto (oltre a rendere conto al tribunale) a convocare l’assemblea dei soci affinché sia quest’ultima a nominare i nuovi amministratori ovvero a mettere in liquidazione la società o a chiederne l’ammissione a una procedura concorsuale[117].

---

commesse durante la precedente gestione. Di fatto, quindi, più che una sospensione, il procedimento subisce un rinvio e precisamente un rinvio all’udienza (contestualmente fissata, in relazione al tempo che il tribunale riterrà di dover concedere ai nuovi amministratori e sindaci) nella quale i nuovi amministratori dovranno comparire per riferire «sugli accertamenti e le attività compiute» ed al cui esito il giudice deciderà se proseguire nell’*iter* processuale”; e v. Trib. Vicenza, 27 marzo 2009, *cit.*, che condiziona la sospensione del procedimento alla redazione da parte dei nuovi amministratori di un programma analitico relativo a tempi e modalità del ripristino della regolarità gestoria.

[116] La formula “provvedimenti provvisori” sostituisce quella “provvedimenti cautelari” precedentemente utilizzata dall’art. 2409, comma 4, c.c. al fine di escludere definitivamente la natura cautelare del procedimento. Si tratta di provvedimenti a contenuto atipico, non necessariamente preordinati alla successiva convocazione dell’assemblea, come rileva C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1151. Cfr G. BONGIORNO, *Il procedimento previsto dall’art. 2409 c.c.*, in *Riv. trim. dir. e proc. civ.*, 1995, 552; F. DI SABATO, *Provvedimenti cautelari di cui all’art. 2409 c.c.,* in *Riv. dir. impr.,* 1999, 206, secondo il quale il carattere atipico dei provvedimenti provvisori incontra un limite nei principi generali dell’ordinamento societario. Dall’esame della prassi giurisprudenziale l’A. individua una linea guida per la concreta conformazione dei provvedimenti provvisori, che devono “avere per oggetto atti e non persone investite della funzione ogni volta che questa funzione ripeta la sua essenza dall'assemblea e non dagli stessi amministratori: possibili cioè la revoca della delega di poteri attribuita nel suo seno dal consiglio stesso, o la limitazione dei poteri che il consiglio si è dato, o ancora l'ordine di non concludere un contratto se non si è già assunto un obbligo in tal senso; non possibili la sospensione dalla carica di un amministratore e, meno che mai, la sospensione del diritto di voto o l'imposizione di un rappresentante della minoranza in seno al consiglio di amministrazione”.

[117] Il potere di proposta all’assemblea dell’amministratore giudiziario che l’art. 2409 c.c. continua a riferire all’«ammissione a una procedura concorsuale» va peraltro coordinato con l’art. 120-*bis* c.c.i.i., introdotto dall’ultimo decreto correttivo 17 giugno 2022, n. 83, che oggi attribuisce alla competenza esclusiva degli amministratori la decisione in merito all’«accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell’insolvenza» e il connesso potere di determinare il “contenuto della proposta” e le “condizioni del piano”, con un significativo arretramento i n materia del ruolo dell’assemblea che “chiude un cerchio nella storia del nostro sistema concorsuale” (così G.D.

4.3 L'imputazione soggettiva delle gravi irregolarità: i denunciati. L'ultimo profilo d'indagine relativo alle gravi irregolarità riguarda la loro imputazione soggettiva e oggettiva, poiché nell'attuale formulazione dell'art. 2409 c.c. queste, oltre a essere riferite solo agli amministratori, devono inerire alla "gestione".

Nessun cenno vi è ora nel comma 1 dell'art. 2409 alla presenza anche di irregolarità nel controllo e se ne potrebbe desumere l'impossibilità di una denuncia dei soci che coinvolga gli organi a ciò deputati, le cui irregolarità sarebbero denunciabili solo dalla Consob ai sensi dell'art. 152, comma 2, t.u.f.

Di converso, alla Consob sarebbe inibito sottoporre al tribunale irregolarità degli amministratori quand'anche costituiscano il presupposto di quelle dei controllori[118].

MOSCO e S. LOPREIATO, *Gli* amministratori***, il*** tribunale e ***il*** convitato di pietra, cit., 190, ai quali si rinvia anche per l'ambito di applicazione soggettivo e oggettivo di questa nuova competenza degli amministratori). Sembrerebbe perciò uscire significativamente rafforzata l'opinione, espressa già prima dell'entrata in vigore dell'art. 120-bis, secondo la quale l'amministratore giudiziario che riscontri uno stato di crisi e (o) di insolvenza della società, o comunque l'impossibilità di rimuovere le irregolarità se non ricorrendo a una procedura concorsuale di ristrutturazione o liquidatoria, potrebbe e anzi dovrebbe adottare direttamente la relativa delibera di ammissione alla procedura (se del caso previa attribuzione giudiziale del relativo potere ex art. 92, comma 4, disp. att. in presenza di una competenza assembleare a riguardo, oggi esclusa dall'art. 120-bis c.c.i.i.), nonostante la testuale formulazione dell'art. 2409 c.c. che a riguardo gli attribuisce un mero potere propositivo nei confronti dell'assemblea: in questo senso, anche per il timore di comportamenti ostruzionistici dei soci che mira a evitare anche la direttiva **(**UE) 2019/1023 del 20 giugno 2019 (c.d. direttiva *Insolvency*) attuata nel nostro ordinamento proprio dal d. lgs n. 83/2022, v. S. VANONI, *Denunzia al tribunale,* cit., 192**;** M. COSSU, *L'amministratore giudiziario nel procedimento ex art. 2409 c.c.,* in *Giur. comm.,* 2019, I, 708; G. ROMANO, *op. cit.***,** 2272. Più cauta la dottrina che, a fronte della previgente competenza degli amministratori alla formulazione della proposta e delle condizioni del concordato fallimentare e preventivo prevista dai previgenti artt. 152 e 161, comma, 4, l. fall., non considerava coerente con la complessiva funzione dell'istituto dell'amministrazione giudiziaria – che **"**non è quella di sostituire l'organo amministrativo con un amministratore munito degli stessi poteri, bensì quella di assicurare la continuazione temporanea dell'impresa, con un carattere di ordinaria amministrazione" – riconoscere un "analogo potere possa essere riconosciuto direttamente all'organo giudiziario il quale, pertanto, in assenza di un'espressa autorizzazione, non potrà che rimettere la decisione all'assemblea dei soci, debitamente convocata alla scadenza dell'incarico, per sottoporle la proposta di nomina dei nuovi amministratori o, se del caso, la messa in liquidazione della società o la sua ammissione ad una procedura concorsuale (art. 2409, comma 6, c.c.)": così S. MASTURZI, *op. cit.,* 861; nello stesso senso O. CAGNASSO, *Denuncia di gravi irregolarità: una primissima pronuncia sul nuovo art. 2086 c.c.,* in *Giur. it.,* 2020, 363, spec. nt 11 e testo corrispondente.

[118] Dalla mancata indicazione degli amministratori tra i destinatari della denuncia proposta ai sensi dell'art. 152, comma 2, t.u.f., la dottrina prevalente deduce l'impossibilità per la Consob di avviare il procedimento anche nei confronti degli amministratori, dalle cui irregolarità la società potrebbe essere protetta solo indirettamente su iniziativa dell'autorità di vigilanza: cfr G. CASTALDI, *Commento all'art. 152*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di*

Deduzione e corollario sarebbero però fuorvianti.

Va considerato, anzitutto, che un conto è la direzione della denuncia operata dai legittimati, altro conto è la sfera d'intervento del tribunale, che non muta a seconda né di chi (soci, organo di controllo, p.m., Consob) presenta la denuncia, né di chi ne è il destinatario formale (amministratori od organo di controllo)[119].

Quanto specificamente alla deduzione, questa si scontra poi con il rilievo che la vigilanza, come qualsiasi altra esplicazione del controllo, è "un'attività di

---

intermediazione finanziaria, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, II, Padova, 1998, 152, che giudica poco comprensibile "la scelta di non prevedere per la Consob la possibilità di denunziare fondati sospetti di gravi irregolarità eventualmente commesse dal consiglio di amministrazione, da solo o unitamente al collegio sindacale"; per P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* cit., 1787, il legislatore si sarebbe "fermato, rispetto alle autorità di vigilanza di altri settori (anzitutto le banche), per così dire, «a metà strada»"; S. AMBROSINI, *Commento all'art. 152,* cit., 297; C. RABITTI BEDOGNI, *op. cit.,* 810, per la quale "le gravi irregolarità devono riguardare il collegio sindacale, non i singoli sindaci, né tanto meno gli organi di amministrazione"; G. MEO, *op. cit.,* 277, giustifica la scelta legislativa affermando che, sebbene "lo scopo dell'intervento della Consob, e più in generale del procedimento *ex* art. 2409 c.c., sia pur sempre quello di porre fine a prassi gravemente irregolari nell'amministrazione della società, la Consob riceve di quelle prassi una rappresentazione di secondo grado tramite il collegio sindacale", mentre "per promuovere l'azione essa dovrebbe formare il sospetto in via diretta"; per G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1274, il coordinamento tra l'art. 2409 c.c. (vecchio testo) e l'art. 152, comma 2, t.u.f. "dovrebbe portare ad escludere che la Consob abbia il potere di denunziare direttamente il fondato sospetto di gravi irregolarità di amministratori e sindaci". L'A ritiene tuttavia inverosimile "inibire alla stessa Consob di denunziare al tribunale gravi irregolarità dei soli sindaci, anche se esse s'innestino, poi, su altrettanto gravi irregolarità degli amministratori" e propone di coordinare l'art. 152, comma 2, e l'art. 2409 "non tanto sul piano della legittimazione, ma su quello dei provvedimenti che il tribunale è chiamato ad emettere". Diversamente, la possibilità che la Consob indirizzi la propria denuncia, oltre che nei confronti dell'organo di controllo, anche degli amministratori, è ammessa da M. BUSSOLETTI, *Procedimento ex art. 2409 c.c.*, cit., 341 sul rilievo che "sarebbe monca, e sostanzialmente inefficace" un'iniziativa della Consob che si fermasse ai sindaci, proprio perché "la censura ai sindaci potrebbe essere rappresentata proprio dal fatto che costoro non si attivano per denunciare le irregolarità di gestione degli amministratori, essendo meno frequente l'ipotesi di violazione di obblighi «autonomi» dei sindaci". Cfr anche ID., *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1217 e, nello stesso senso, anche P. MONTALENTI e S. BALZOLA, *op. cit.*, 1955.

[119] E ciò anche in considerazione del fatto che il carattere inquisitorio del procedimento di denuncia, ormai pacificamente ricondotto a quelli di c.d. volontaria giurisdizione (*retro,* nt 113), consente al Tribunale di evitare l'applicazione, o quanto meno un'applicazione rigorosa, dei principi della domanda e della corrispondenza tra chiesto e pronunciato di cui agli artt. 99 e 112 c.p.c. Si afferma perciò in giurisprudenza che, a seguito della proposizione di un ricorso con cui viene manifestato al tribunale il "fondato sospetto" di gravi irregolarità nella gestione, il procedimento acquista una sua autonomia dai ricorrenti e, come può evolvere verso l'accertamento di irregolarità diverse da quelle denunciate, può concludersi con l'adozione di provvedimenti diversi (più o meno gravi) rispetto a quelli originariamente domandati: cfr App. Milano, 16 settembre 2001, in *Giur. Merito,* 2002, 754; App. Napoli, 29 gennaio 1998, in *Società,* 1998, 736; Trib. Milano, 6 giugno 1983, in *Società,* 1984, 52; *contra,* App. Catanzaro, 14 maggio 2004, in *In iure praesentia,* 2004, 65.

secondo grado, sussidiaria rispetto all'attività che ne costituisce l'oggetto"[120], con la conseguenza che anche le irregolarità nella vigilanza hanno di regola carattere accessorio rispetto alle irregolarità dei soggetti controllati. Non a caso, la responsabilità da controllo dei sindaci è configurata dall'art. 2407, comma 2, c.c. come una responsabilità che presuppone "fatti e omissioni" degli amministratori produttivi di un danno che non si sarebbe verificato se i sindaci "avessero vigilato in conformità degli obblighi della loro carica"[121].

Di conseguenza, la circostanza che le irregolarità dei sindaci non siano più menzionate dall'art. 2409 c.c. non può certamente significare che essi siano posti al riparo dalla denuncia al tribunale qualora non abbiano reagito in alcun modo – o, peggio, abbiano avallato o contribuito – alle violazioni dei doveri gestori poste in essere dagli amministratori. L'omissione si spiega, invece, con la possibilità che la posizione dei sindaci sia dissociata da quella degli amministratori nell'eventualità in cui abbiano vigilato correttamente, presentando essi stessi la denuncia o avvalendosi di altri strumenti di reazione previsti dall'ordinamento[122]. Ne è dimostrazione, questa volta in positivo, lo stesso art. 2409 allorché contempla espressamente la possibilità che i sindaci siano

---

[120] Così L. FURGIUELE, *La responsabilità da controllo,* in *Il collegio sindacale. Le nuove regole,* a cura di R. Alessi, N. Abriani, U. Morera, Milano, 2007, 428, ma il punto è pacifico nella dottrina: v. già G. FERRI, *I controlli,* cit., 1198; G. CAVALLI, *I sindaci,* cit., 83; S. FORTUNATO, *I "controlli" nella riforma,* cit., 869.

[121] Cfr G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità*, cit., 147, ove ult. rif.; S. AMBROSINI, *La responsabilità dei sindaci,* in *Trattato della responsabilità contrattuale,* diretto da G. Visintini, II, Padova, 2009, 986; P. FERRO-LUZZI, *La funzione dei sindaci nel codice civile, nella legge bancaria e nel T.U. delle leggi sulle casse di risparmio e sui monti di pietà di prima categoria,* in *Banca borsa,* 1985, I, 45; M. FRANZONI, *La responsabilità degli amministratori e dei sindaci,* in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia* diretto da F. Galgano,, XIX, Padova, 1994, 147.

[122] La segnalazione sembra configurata dai giudici come *extrema ratio,* divenendo "doverosa, quando sia rimasta, davvero, l'unica praticabile in concreto, per poter legittimamente por fine alle illegalità di gestione riscontrate, o interrompere la successione di comportamenti *contra legem* che arrecano pregiudizio al patrimonio sociale": così Cass., 17 settembre 1997, n. 9252, *cit.* Del resto, la constatazione da parte dei sindaci, autonomamente o anche attraverso fonti esterne, della "presenza di irregolarità o, comunque, di sintomi di «malessere» economico" può essere annoverata tra i c.d. indici di rischio che impongono ai sindaci stessi un "grado di impegno e di attenzione […] superiore a quello esigibile in condizioni di normalità": così S. AMBROSINI, *La responsabilità dei sindaci,* cit., 980-981; P. FERRO-LUZZI, *La funzione dei sindaci,* cit. 43; G. CAVALLI, *I sindaci,* cit., 163; Trib. Genova, 19 luglio 1993, in *Giur. it.,* 1994, I, 2, 327, con nota di G. COTTINO, *Questioni in tema di decadenza (e funzionalità) del collegio sindacale.*

assoggettati a revoca insieme ai gestori[123], chiunque sia il soggetto che ha attivato il tribunale. La revoca è, peraltro, sempre eventuale, tanto se di competenza dell'assemblea *ex* art. 2409, comma 3, quanto se suscettibile di essere disposta dallo stesso tribunale ai sensi del successivo comma 4 (che, pure, è l'unico a chiarire il punto).

Quanto al corollario, è ancora il carattere accessorio della funzione di controllo sulla gestione a rendere illogico che nelle società quotate sia precluso alla Consob richiamare anche le violazioni gestorie sulle quali si innestano ipotesi di omessa o carente vigilanza dell'organo di controllo, e ancor più che il tribunale non possa procedere, se ne sussistono i presupposti, a un'ispezione complessiva e all'adozione di tutti i provvedimenti indicati dall'art. 2409 c.c.[124]

---

[123] Il p.m. può chiedere al tribunale, ai sensi dell'ultimo comma dell'art. 2409, che siano adottati (tutti) i provvedimenti previsti da detto articolo (*retro,* nt 58), a conferma della sua legittimazione a coinvolgere anche i sindaci (fino a prospettarne la revoca) e dell'inclusione nel campo d'intervento del tribunale sempre di tutti i legittimati passivi e di tutti i provvedimenti contemplati nell'art. 2409. La dottrina è comunque sostanzialmente unanime nell'ammettere il coinvolgimento dei sindaci nella denuncia presentata ai sensi dell'art. 2409 c.c.: G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 789; MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1132; V. SALAFIA, *Commento all'art. 2409,* cit., 305; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 828; M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1218; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali. Lezioni di diritto commerciale,* Padova, 2003, 132. In giurisprudenza cfr Trib. Salerno, 12 novembre 2009, in *Foro it.,* 2010, I, 2567; per l'ammissibilità di una sostituzione *ex* art. 2409, comma 3, limitata ai soli amministratori v. Trib. Vicenza, 17 marzo 2009, *cit.*

[124] Chi sostiene che gli amministratori non possano essere coinvolti nel procedimento (cfr *retro,* nt 118), si trova costretto a escludere che il tribunale possa esercitare il potere di revoca previsto dall'art. 2409, comma 4 anche solo con riguardo ai sindaci, poiché la norma configura chiaramente la loro revoca come conseguenza (eventuale) di quella degli amministratori. In tal caso dovrebbe essere consentita al tribunale unicamente la convocazione dell'assemblea per l'adozione degli opportuni provvedimenti, non avendo la Consob possibilità di chiedere la revoca degli amministratori (come coerentemente sostiene G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1275; *adde*: G. MEO, *op. cit.,* 278; v. tuttavia, per una diversa soluzione, possibilista con riferimento all'adozione dei provvedimenti di revoca anche nei confronti degli amministratori rimasti estranei al procedimento, S. AMBROSINI, *Commento all'art. 152,* cit., 299; G. CASTALDI, *op. cit.,* 1415; P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* cit., 1789, la quale considera possibile anche una revoca limitata ai sindaci). L'attribuzione alla Consob del potere di promuovere il procedimento *ex* art. 2409 c.c. da parte dell'art. 152, comma 2, si rivelerebbe perciò un'arma del tutto spuntata, perché il Tribunale investito della relativa denuncia risulterebbe privato del più significativo potere di reazione, a meno che nel procedimento non intervengano i soci o il p.m. "con buona pace della celerità di intervento che dovrebbe caratterizzare tale procedimento": M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1218; per un coordinamento tra le due tesi che si avvicina a quello proposto nel testo v. A. BLANDINI, *op. cit.,* 559, nt 1403; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 790-791, nt 60. Nell'unico precedente di denuncia al tribunale presentata dalla Consob *ex* art. 152, comma 2, t.u.f., il problema non si è concretamente posto perché è intervenuto in giudizio il p.m., facendo proprie le posizioni della Commissione e chiedendo la revoca anche degli amministratori, concessa dai giudici: v. Trib. Milano, 28 aprile 2000, in *Società,* 2000, 1453, con nota di G.U. TEDESCHI, *La prima denuncia al tribunale della Consob ex art. 152 d. lgs. 58/98*; cfr

La specialità del comma 2 dell'art. 152 rispetto all'art. 2409 si risolve, allora, da un lato nel fatto che la legittimazione della Consob è collegata nel lato passivo alle irregolarità di un organo – collegio sindacale o equivalente – che per l'autorità di vigilanza ha la veste di "interlocutore privilegiato" in virtù degli obblighi informativi posti dall'art. 149 t.u.f.[125], il che lo fa assurgere a riferimento primario della denuncia anche in presenza di violazioni gestorie. Dall'altro lato, e correlativamente, nella possibilità di sottoporre al tribunale, diversamente da tutti gli altri legittimati alla denuncia, anche violazioni di obblighi strumentali alla vigilanza che, in ragione del loro contenuto puntuale e specifico, non sono direttamente ricollegati alla sottostante attività gestoria, quali per esempio i rammentati obblighi informativi nei confronti della stessa Consob, i doveri di verità e di segretezza dei sindaci previsti dall'art. 2407, comma 1, seconda parte, c.c.,l'obbligo *ex* art. 2404 c.c. di riunirsi almeno ogni 90 giorni e di tenere il libro delle adunanze e delle deliberazioni (richiamato dagli artt. 2409-*quaterdecies* e 2409-*octiesdecies,* comma 6, con riferimento ai sistemi alternativi). Per l'appunto, un *quid pluris,* non certamente una limitazione del procedimento – con riguardo alla denuncia come al suo svolgersi – alle sole irregolarità c.d. autonome dell'organo di controllo[126].

4.4 L'imputazione oggettiva delle gravi irregolarità: la possibile efficacia selettiva del riferimento alla "gestione". Il riferimento alla gestione operato dall'art. 2409 non ha nemmeno un'efficacia selettiva di carattere oggettivo, pur se almeno l'originario testo (non ancora integrato dal duplice riferimento agli assetti) dell'art. 2380-*bis* sembra codificare la nozione di gestione

anche P. LUCCARELLI, *La denuncia della Consob nei confronti dei sindaci di società quotate può comportare "anche" la revoca degli amministratori?,* in *Riv. dir. comm.,* 2001, I, 167.

[125] Per l'inserimento dell'art. 149, comma 3, t.uf. nel quadro dei flussi informativi che ruotano intorno al collegio sindacale cfr G.D. MOSCO, *Cognosco, ergo sum*, cit., 321-322.

[126] Già A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale,* cit., 160-161, osservava che, interpretando l'art. 152, comma 2, come circoscritto al solo "caso di fondato sospetto di gravi irregolarità nell'adempimento dei doveri dei sindaci le quali, già per ipotesi, non coinvolgano minimamente l'organo amministrativo", l'applicazione della norma sarebbe singolarmente rimasta confinata a una "ipotesi (…) quasi di scuola".

nel suo significato, proprio e più ristretto, di gestione dell'impresa[127], tradizionalmente contrapposto a un più ampio concetto d'amministrazione – alla quale pure si riferisce la stessa rubrica dell'articolo – che comprende anche gli atti di organizzazione[128].

Se, comunque, la distinzione non va mai enfatizzata, tanto più non assume un rilievo fondamentale al di fuori delle disposizioni che hanno a che fare con la ripartizione delle competenze[129], come nel caso dell'art. 2409 c.c. Articolo

[127] La riforma del diritto societario ha inserito nell'art. 2380-*bis* c.c. una vera e propria definizione di "gestione", la cui mancanza nella disciplina previgente costringeva gli interpreti a ricavare la relativa nozione da altre disposizioni codicistiche, con risultati nient'affatto omogenei (v., anche per ulteriori riferimenti, G.D. MOSCO, *Commento agli artt. 2380*-bis-*2389*, cit., 589: v. anche *infra,* note 131-132 e testo corrispondente). Considerato che oggetto della "gestione dell'impresa" ai sensi dell'art. 2380-*bis* non sono "atti" ma "operazioni", che si collocano in un momento "logicamente precedente" rispetto al "compimento" della fattispecie materiale di un atto negoziale (attività, quest'ultima, da ascriversi propriamente alla rappresentanza della società, come nota anche P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio di impresa tra amministrazione e controllo,* in *AGE,* 2007, 237), la norma sembra utilizzare il termine gestione nella sua accezione di attività decisionale, potere di decidere *quali* operazioni siano necessarie per l'attuazione dell'oggetto sociale e, quindi, di selezionare, tra varie alternative possibili, il percorso attraverso il quale realizzare l'attività imprenditoriale individuata dallo statuto. In argomento v. anche G. FERRI JR, *Le deleghe interne,* in *Amministrazione e amministratori di società per azioni,* a cura di Libonati, Milano, 1995, 178 nonché, per la segnalazione dell'autonomia del momento decisionale che caratterizza la fase di attuazione dei contratti associativi, così distinguendoli dai contratti di scambio, P. FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1971 (rist. an. 1976), 189 ss.; ID., *La conformità*, cit., 106, sul rapporto tra la decisione dell'organo amministrativo – decisione che, qualora l'organo abbia struttura pluripersonale acquisterà la forma della deliberazione, pur non avendo in genere il valore organizzativo tipico di quelle assembleari – e il successivo atto negoziale posto in essere dal rappresentante.

[128] La gestione è tradizionalmente collegata all'esercizio dell'attività d'impresa e si può scomporre in "un'attività tecnica, mediante la quale l'organo amministrativo cura gli interessi organizzativi e patrimoniali della società" e in "un'attività di gestione con cui si operano le scelte di politica imprenditoriale", poiché la "nozione di amministrazione non corrisponde a quella usuale e generica di cura di interessi patrimoniali altrui, ma assume il contenuto «specifico» che le deriva dalla necessità tecnica di consentire l'operatività dell'organizzazione sociale" (così C. ANGELICI, *Società per azioni e in accomandita per azioni,* in *Enc. dir.*, XLII, Milano, 1990, 998; V. CALANDRA BUONAURA, *Potere di gestione e potere di rappresentanza degli amministratori,* in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale*,* 4, Torino, 1991, 111; ma la distinzione risale a G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni*, Milano, 1956, 218). Non manca però chi, seguendo percorsi ricostruttivi differenti, accede a una nozione più ampia di gestione, comprensiva anche dell'attività di organizzazione della società: in questo senso G. FRÈ, *L'organo amministrativo nelle società anonime,* Roma, 1938, 315; V. ALLEGRI, *Contributo allo studio della responsabilità civile degli amministratori,* Milano, 1979, 139; C. DI NANNI, *La vigilanza degli amministratori sulla gestione nella società per azioni,* Napoli, 1992, 40.

[129] In materia di organizzazione della società, non esistendo una riserva analoga a quella prevista in materia gestoria, occorre stabilire caso per caso quale sia l'organo abilitato al compimento del singolo atto di organizzazione qualora la legge non attribuisca esplicitamente tale competenza organizzativa all'assemblea o agli amministratori: in questo senso G.D. MOSCO, *Commento agli artt. 2380*-bis-*2389*, cit., 589-590, pur segnalando le difficoltà di procedere concretamente a una

in relazione al quale è possibile accedere a una nozione di gestione comprensiva di attività che trovano comunque il loro fondamento nel complessivo quadro dei doveri degli amministratori, senza che rilevi la loro puntuale attinenza all'attività di gestione dell'impresa ovvero di organizzazione della società[130].

La precisazione assume rilievo poiché di fronte a un'impresa esercitata in forma societaria i due profili, gestionale e organizzativo, si trovano spesso a essere talmente compenetrati da rendere obiettivamente impossibile anche solo discernere quello che tra i due sia prevalente, come nel caso delle operazioni straordinarie. La stessa istituzione di un assetto organizzativo adeguato *ex* art. 2086, comma 2, c.c. può suscitare il dubbio su quale dei due profili sia interessato o sia quanto meno più rilevante. Va detto, però, che non solo sicuri indici normativi collocano gli assetti nell'ambito della gestione[131], ma la collocazione

---

qualificazione in concreto di un atto come esclusivamente pertinente all'organizzazione della società ovvero alla gestione dell'impresa.

[130] Senza per ciò violare il canone interpretativo della costanza terminologica in virtù del quale "il legislatore impiega ciascun termine o sintagma sempre con lo stesso significato (quanto meno all'interno di ciascun documento normativo)" (così R. GUASTINI, *L'interpretazione dei documenti normativi*, in *Trattato di dir. civ. e comm* già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, LI, Milano 2004, 170): cfr, in termini generali, V. VELLUZZI, *op. cit.,* 158-160; G. TARELLO, *L'interpretazione della legge*, in *Trattato di dir. civ. e comm* già diretto da A. Cicu, F. Messineo e L. Mengoni e continuato da P. Schlesinger, I.2, Milano 1980, 138. Nel testo del testo v. M. LIBERTINI, *op. cit.,* 281; V. SALAFIA, *Commento all'art. 2409*, cit., 306; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 565; S. ROSSI, *op. cit.,* 525; G. TERRANOVA, *op. cit.,* 145, per il quale l'esclusione delle irregolarità organizzative, tra le quali potrebbe forse rientrare per l'A. la predisposizione del progetto di bilancio, condurrebbe al paradosso che, "in un'epoca come l'attuale, nella quale si esalta la funzione «finanziaria» della società per azioni", si trascurerebbero proprio i rapporti con i finanziatori dell'impresa, e in particolare con "i soci estranei al gruppo di controllo (che potrebbero, però, rappresentare la maggioranza del capitale sociale)". Sembrano invece attribuire al riferimento alla gestione un'efficacia selettiva in ordine alle irregolarità rilevanti G.U. TEDESCHI, *Il nuovo art. 2409 c.c.,* in *Contratto e impresa,* 2005, 689; A. CHIZZINI, *op. cit.*, 736; G.C. RIVOLTA, *op. cit.*, 751, pur consapevole che attribuire un "significato tecnico" al termine gestione determina l'irrilevanza delle "irregolarità consistenti nella violazione di diritti dei soci o di altri partecipanti in senso lato, commesse nell'esercizio dei compiti amministrativi, ma non delle funzioni gestorie", afferma che leggendo il termine gestione come sinonimo di amministrazione si imputerebbe un "pleonasmo" alla norma; N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.*, 37, per il quale "d'ora innanzi tutti i vizi che (in via generale) riguardino la struttura organizzativa della società e non incidano sulla gestione saranno irrilevanti".

[131] Non solo la rubrica dell'art. 2086 c.c., che ora parla di "Gestione dell'impresa" in luogo dell'originaria intitolazione alla "Direzione e gerarchia nell'impresa", non a caso sostituita dal primo comma dell'art. 375 c.c. in uno con l'inserimento nella disposizione codicistica del dovere di istituzione degli assetti a carico dell'imprenditore collettivo da parte del suo secondo comma. Ma anche il comma 1 dell'art. 2380-*bis* c.c. introdotto dall'art. 377 c.c.i.i., per il quale è sempre la "gestione dell'impresa" a dover svolgersi "nel rispetto della disposizione di cui all'art. 2086, secondo comma"; gestione che solo nella s.p.a. spetta nella sua interezza "esclusivamente" agli amministratori, essendo – come detto (v. *retro,* nt 47, ove ult. rif.) – caduta l'iniziale ripetizione di

appare piana considerato che il corrispondente dovere conformativo, proprio degli amministratori in tutti i tipi societari, ruota intorno alla cornice ordinatoria dell'impresa e dunque, almeno in via largamente prevalente, all'organizzazione delle funzioni aziendali e delle relative procedure[132]. Un dovere oggi prioritario e fondamentale per i gestori[133], che integra a livello di *internal governance* le scelte di *corporate governance* dello statuto, da sole insufficienti a delineare il complessivo "codice organizzativo" dell'ente imprenditoriale societario.

In altri termini, spettano (com'è ovvio) ai soci le scelte relative alle basi organizzative della società; spettano agli amministratori quelle relative alle basi organizzative dell'impresa, dunque all'assetto aziendale necessario per gestirla, in coerenza e a necessario completamento, ma su un altro piano, delle prime. Pur soppesata la tara delle inevitabili zone di confine e delle stesse possibili

---

questo precetto per gli altri tipi societari per non incidere sul riparto di competenze gestorie tra soci e amministratori che caratterizza ciascuno di essi, pur mantenendo ferma la competenza esclusiva degli amministratori all'istituzione degli assetti. Soprattutto, il nuovo comma 3 dell'art. 3 c.c.i.i., aggiunto dall'ultimo decreto correttivo d. lgs. n. 83/2022 in coda al comma 2 che ribadisce il dovere dell'imprenditore collettivo di "istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato ai sensi dell'art. 2086 del codice civile, ai fini della tempestiva rilevazione dello stato di crisi", statuendo che l'adeguatezza degli assetti deriva dalla loro idoneità a "*a)* rilevare eventuali squilibri di carattere patrimoniale o economico-finanziario, rapportati alle specifiche caratteristiche dell'impresa e dell'attività imprenditoriale svolta dal debitore; *b)* verificare la sostenibilità dei debiti e le prospettive di continuità aziendale almeno per i dodici mesi successivi e rilevare i segnali di cui al comma 4; *c)* ricavare le informazioni necessarie a utilizzare la lista di controllo particolareggiata e a effettuare il test pratico per la verifica della ragionevole perseguibilità del risanamento di cui all'articolo 13, al comma 2", e va dunque misurata attraverso parametri che "altro non toccano se non gli aspetti più strettamente gestori" (così, da ultimo, P. BENAZZO, *Gli assetti proprietari e la circolazione delle partecipazioni sociali nel prisma del codice della crisi d'impresa e dell'insolvenza*, in *Riv. soc.*, 2023, 11).

[132] Per l'inclusione delle competenze relative agli assetti nella funzione gestoria già prima delle modifiche codicistiche apportate dal c.c.i.i., con riferimento alle attività di cura e valutazione dell'«adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società» ripartite tra amministratori deleganti e delegati dall'art. 2381 c.c., v. P. FERRO-LUZZI, *L'esercizio di impresa,* cit., 238. Nel senso del testo v. oggi anche M. SPIOTTA, *Scritture e assetti contabili. Un'asimmetria normativa tra codice civile e codice della crisi*, in *Riv. dir. comm.*, 2020, II, 203; O. CAGNASSO, *Denuncia di gravi irregolarità*, cit., 366 ss.; S. CERRATO, *Crisi, assetti adeguati e* business judgement rule, in *Corporate Governance*, 2022, 309; S. AMBROSINI, *L'adeguatezza degli assetti organizzativi, amministrativi e contabili e il rapporto con le misure di allerta nel quadro normativo riformato*, in *Ilcaso.it,* 15 ottobre 2019, disponibile all'indirizzo *https://blog.ilcaso.it/libreriaFile/11354.pdf*, 3; G. GIANNELLI, *Gli assetti organizzativi per la prevenzione della crisi nei controlli nelle società per azioni*, in Governance *e mercati. Studi in onore di Paolo Montalenti*, a cura di M. Callegari, S. Cerrato ed E. Desana, Torino, 2022, 1721; I. CAPELLI, *Gli assetti organizzativi adeguati e la prevenzione della crisi*, in *Società*, 2022, 1430. Per una lettura parzialmente diversa, volta a ripensare anche alle prerogative dei soci in funzione dell'adeguatezza degli assetti, P. BENAZZO, *Gli assetti proprietari,* cit., 11.

[133] V. G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Doveri e responsabilità*, cit., 134.

sovrapposizioni[134] là dove si ripetano o anche si specifichino o si articolino negli assetti *ex* art. 2086, comma 2 le scelte statutarie (e, se del caso, regolamentari) di organizzazione societaria.

In questo senso va letta la stessa giurisprudenza di merito chiamata a sanzionare con i rimedi offerti dall'art. 2409 c.c. le violazioni dell'art. 2086, comma 2, c.c. In passato, con riguardo a società decotte, in relazione alle quali la reazione giudiziaria, al di là dell'integrale richiamo della disposizione, sembra rivolta alla violazione del dovere di tempestiva attivazione per l'adozione di uno strumento di regolazione della crisi[135]. Ma, da ultimo, anche relativa a società *in bonis*, spostando il baricentro sul vero e proprio dovere conformativo degli assetti per sanzionare carenze organizzative sull'assunto che "la gestione è termine dal significato complesso che abbraccia non solo l'amministrazione corrente, ma anche le scelte strategiche e tutte le scelte che attengono all'assetto organizzativo della società"[136]. Affermazioni pienamente condivisibili se si distinguono i profili di *corporate* e di *internal governance* che convivono in una concezione organica e complessiva d'assetto organizzativo dell'ente societario imprenditore, nel rispetto dunque del riparto legale delle competenze tra soci e amministratori.

Il riferimento alla gestione inserito dalla riforma del 2003 nell'art. 2409, più che avere un'efficacia selettiva nei confronti delle irregolarità organizzative, vale

---

[134] Il che richiede che gli amministratori, e così i soci, monitorino il rispetto dei rispettivi ambiti di competenza, reagendo a eventuali intromissioni non consentite dalla legge. V. a riguardo P. BENAZZO, *Gli assetti proprietari*, cit., 13-14.

[135] Cfr Trib. Milano, 18 ottobre 2019, in *Giur. it.* 2020, 363 ss., con nota di O. CAGNASSO, *Denuncia di gravi irregolarità*, cit.; Trib. Roma, 15 settembre 2020, in *Giur. comm.,* II, 2021, 1358 con nota di FORTUNATO, *Atti di organizzazione, principi di correttezza amministrativa e business judgment rule*. V. anche G. ROMANO, op. cit., 2212, che considera sindacabili in sede di denuncia al tribunale le scelte degli "organi di gestione nel caso in cui non sia stata fatta alcuna pianificazione, non vi sia stata alcuna attenzione agli indizi di pre-crisi e non sia stato adottato a tal fine alcun assetto organizzativo ovvero nel caso in cui gli indizi siano stati rilevati e la pianificazione sia stata fatta, ma le scelte organizzative degli amministratori si stiano rivelando inefficaci al fine della risoluzione della crisi", nonché V. DE SENSI, *Adeguati assetti organizzativi e continuità aziendale: profili di responsabilità gestoria*, in *Riv. società*, 2017, 311.

[136] Così, da ultimo, Trib. Catania, 8 febbraio 2023, in *Fallimento,* 2023, p. 817, con nota di P. BENAZZO, *La denunzia al Tribunale di gravi irregolarità e l'adozione di assetti organizzativi adeguati: da prevenzione della crisi a "condizione di esercizio dell'attività d'impresa"*. V. anche Trib. Cagliari, 19 gennaio 2022, in *Società,* 2022, 1430, con nota di I. CAPELLI, *Gli assetti organizzativi adeguati,* cit.

allora, piuttosto, a dare continuità al percorso evolutivo[137] che ha spostato la prospettiva di valutazione dal singolo fatto denunciato alla complessiva attività di gestione della società[138]. Il che assume un rilievo particolare con riguardo alla "maggiore gravità" alla quale il comma 4 dell'art. 2409 subordina il potere del tribunale di disporre la revoca degli amministratori, ed eventualmente anche dei sindaci. Il giudizio va infatti posto in rapporto con il grado di incidenza delle irregolarità sull'intera gestione, prospettiva che legittima l'intervento qualora la complessiva conduzione dell'impresa risulta talmente compromessa da precludere il ritorno a una gestione regolare attraverso gli altri provvedimenti previsti dal comma 4 dell'art. 2409[139].

Ovviamente, ai fini della revoca giudiziaria non sono sempre necessarie violazioni plurime e diffuse, posto che anche una singola irregolarità – inserita nel quadro dinamico dell'attività gestoria – può risultare così grave da compromettere in modo irrimediabile la possibilità di una gestione sana e corretta[140].

---

[137] Linguisticamente segnalato dall'abbandono, già nel passaggio dal codice di commercio al codice civile, del singolare *(grave irregolarità)* in favore del plurale *(gravi irregolarità)*.

[138] In argomento C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, cit., 132; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 788; M. LIBERTINI, *op. cit.*, 281.

[139] Lungo questa linea di pensiero M. LIBERTINI, *op. cit.,* 290 avverte che non vanno utilizzati "criteri di riprovevolezza morale o di gravità di pregiudizi arrecati"; v. anche, in varia prospettiva, G. TERRANOVA, *op. cit.*, 137; S. ROSSI, *op. cit.,* 538; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 566; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 797; A. PATRONI GRIFFI, *Società (controllo societario sulle),* cit., 16; V. SALAFIA, *Commento all'art. 2409*, cit., 307; in giurisprudenza cfr Trib. Mantova, 15 ottobre 2009, in *Giur. Merito,* 2010, 1889, che giustifica l'inserimento tra le irregolarità gravissime, che legittimano la sostituzione degli organi sociali con un amministratore giudiziario, della "scorretta tenuta della contabilità" affermando che essa "rende problematica la ricostruzione dei rapporti economici con i fornitori e costituisce circostanza in grado di pregiudicare l'interesse della società a conoscere gli esiti della propria attività come strumento di controllo e di programmazione della gestione"; Trib. S. Maria Capua Vetere, 15 luglio 2003, *cit.*; App. Palermo, 22 marzo 2002, in *Società,* 2002, 872; App. Roma, 20 marzo 1997, in *Giur. comm.,* 1997, II, 547; Trib. Cagliari, 17 febbraio 1996, in *Società,* 1996, 934.

[140] Per esempio, la cessione dell'intero complesso aziendale avvenuta all'insaputa degli azionisti o una sola, ma gravissima irregolarità di bilancio (ipotesi rammentate da M. LIBERTINI, *op. cit.,* 282 ed esaminate, rispettivamente, da App. Milano, 22 ottobre 2001, in *Giur. it.,* 1999, 458 e da Trib. Como, 19 settembre 2001, in *Giur. Merito,* 2002, 998), la mancata adozione dei provvedimenti necessari per far fronte alla riduzione superiore al terzo del capitale sociale in conseguenza di perdite (v. Trib. Ancona, 13 gennaio 2009, in *Vita notarile,* I, 961), il trasferimento della liquidità della società ad altra società, appositamente costituita nel momento in cui si prospettava concretamente lo scioglimento della prima (v. Trib. Milano, 7 ottobre 2004, *cit.*). Per un'ampia casistica v. oggi G. ROMANO, *op. cit.,* 2224; M. SPADARO, *op. cit.,* 228; A. BERTOLOTTI, *op. cit.*, 520.

4.5 Lo stato di liquidazione. Per chiudere l'indagine sull'imputazione soggettiva e oggettiva delle gravi irregolarità va verificata la compatibilità del controllo giudiziario con lo stato di liquidazione della società, tutt'oggi fortemente dibattuta in dottrina e in giurisprudenza.

Non sembra decisiva al fine di escludere la possibilità di rivolgere la denuncia al tribunale nei confronti dei liquidatori la loro mancata inclusione tra i possibili legittimati passivi da parte dell'art. 2409 c.c.[141] Omissione che, soprattutto in passato, è stata giustificata in forza di una contrapposizione strutturale tra gestione e liquidazione, quest'ultima concepita come attività estintiva dell'ente di per sé non solo idonea a travolgere eventuali irregolarità gestorie compiute dai precedenti amministratori, o comunque a far perdere loro quel requisito di "attualità" unanimemente considerato implicito presupposto di accesso al rimedio[142], ma anche non in grado di dar luogo a nuove violazioni di

[141] Valorizzata invece – nell'ottica di riconoscere all'art. 2409 c.c. un carattere di eccezionalità che ne precluderebbe l'applicazione oltre l'ambito delle società in gestione ordinaria e regolare – da quella parte della dottrina che, prima della riforma societaria del 2003, ha sostenuto la tesi dell'incompatibilità tra controllo giudiziario e stato di liquidazione, con conseguente inammissibilità del ricorso proposto dopo la deliberazione assembleare di nomina dei liquidatori e sopravvenuta improcedibilità di quello eventualmente già pendente. La tesi, proposta per la prima volta da V. CERAMI, *op. cit.*, 55, è stata sviluppata, adducendo ulteriori argomentazioni di carattere sistematico, soprattutto da G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario nelle società in liquidazione*, in *Società*, 1990, 1380; ID., *Incompatibilità del controllo giudiziario con la liquidazione di società*, ivi, 1991, 1523; ID., *Il controllo giudiziario sulla gestione*, cit., 293; nello stesso senso anche F. FERRARA Jr e F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*[9], Milano, 1995, 604; G. GUARNIERI, *Rito ordinario per la revoca giustificata del liquidatore*, in *Società*, 1992, 834. Più di recente la tesi è stata ripresa da N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.*, 34, attribuendo rilievo all'inserimento del riferimento alla "gestione" nel contesto dell'art. 2409 c.c. operato dalla riforma societaria (ma v., invece, per l'opposta conclusione che l'inserimento consente oggi di considerare denunciabili ai sensi dell'art. 2409 c.c. tutte le irregolarità gestorie in genere, a prescindere dal fatto che attengano alla gestione attiva o a quella liquidatoria, M. COSSU, *op. cit.,* 712).

[142] L' «attualità» delle irregolarità – considerata da taluno una precondizione di esperibilità del rimedio anziché un requisito vero e proprio (v. da ultimo, D. PETTA, *Sulla legittimazione ad agire nel procedimento ex art. 2409 c.c.*, in *Dir. fall.*, 2022, 773) – è normalmente riferita più che alle condotte degli amministratori oggetto della denuncia, ai loro effetti nell'organizzazione societaria (oltre che al suo esterno), in modo da considerare sostanzialmente precluso l'intervento dell'autorità giudiziaria qualora consti il definitivo esaurimento di tali effetti. Per tale via, la valutazione dell'attualità delle irregolarità finisce per intersecarsi con quella sulla loro dannosità (almeno potenziale, v. *infra,* paragr. 4): v. Trib. Brescia, 24 novembre 2023, in *Osservatorio bresciano sulla giurisprudenza commerciale,* disponibile all'indirizzo *https://www.obgc.unibs.it/osservatorio/wp-content/uploads/2024/03/Sent.-24.11.23-n.-129pdf.pdf*; Trib. Brescia, 21 gennaio 2020, *ivi,* disponibile all'indirizzo *https://www.obgc.unibs.it/osservatorio/wp-content/uploads/2020/11/D.-21.01.2020.pdf*; Trib. Catanzaro, 28 febbraio 2020, in *Società*, 2021, 596 con nota di G. ROMANO; Trib. Roma 15

condotte di una gestione ormai interrotta[143]. Tant'è che la messa in liquidazione della società è, nel contesto dell'art. 2409 c.c., uno dei possibili oggetti della deliberazione che l'amministratore giudiziario nominato nell'ambito del procedimento può proporre di assumere all'assemblea al termine del suo incarico volto alla rimozione delle irregolarità, in alternativa alla nomina di nuovi amministratori[144].

---

dicembre 2017, in *Giur. it.*, 2018, 900, con nota di A. BERTOLOTTI; Trib. Novara, 21 maggio 2012, in *Ilcaso.it*, disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7259.pdf*; Trib. Mantova, 9 dicembre 2008, *ivi,* disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/sentenze/societario/1475/cookiePolicy*; App. Torino, 29 maggio 2007, in *Società*, 2008, 1245, con nota di E. MARCHISIO; Trib. Salerno, 19 luglio 2005, in *Giur. Merito*, 2007, 729, con nota di G. LIACE; App. Venezia, 16 agosto 1994, in *Dir. fall.*, 1995, II, 267; App. Milano, 27 febbraio 1992, in *Giur. it.*, 1992, I, 592. In dottrina, collegano l'esigenza che le gravi irregolarità oggetto di denunzia *ex* art. 2409 c.c. siano "attuali" alle finalità preventive del rimedio A. BENOCCI, *op. cit.,* 459; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 826, che esclude l'attualità quando la violazione, "avendo esaurito i suoi effetti, non sia suscettibile di eliminazione, residuando esclusivamente, in tal caso, il rimedio risarcitorio"; F. MAINETTI, *op. cit.*, 936; v. anche L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit., 109; G. ROMANO, *op. cit.*, 2223; A. BERTOLOTTI, *op. cit.*, 513. Per G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409*, cit., 788, dal requisito dell'attualità delle irregolarità discenderebbe anche il meccanismo della sostituzione provocata oggi previsto dal comma 3 dell'art. 2409 c.c.; per alcune applicazioni giurisprudenziali prima della sua introduzione da parte della riforma del 2023 v. le sentenze che, ai fini dell'improcedibilità sopravvenuta del ricorso, hanno dato rilievo non alla mera sostituzione degli amministratori operata dalla società, ma alla circostanza che i sostituti si siano effettivamente attivati per contrastare le denunziate irregolarità dei loro predecessori, per es. Trib. Como, 7 novembre 1997 e Trib. Como 10 giugno 1998, entrambe in *Giur. it.*, 1999, 1459, con nota di F. MAINETTI; Trib. Napoli, 20 aprile 1999, in *Foro napoletano*, 1999, 144; Tribunale Milano, 7 luglio 1995, in *Giur. it*., 1995, I, 593, che ha imposto ai nuovi amministratori un obbligo di relazione periodica; Trib. Roma, 13 luglio 2000, in *Giur. it.*, 2000, 2103; dopo la riforma, per due fattispecie nelle quali la sostituzione provocata degli amministratori denunciati *ex* art. 2409, comma 3, c.c. ha condotto all'improcedibilità del ricorso per mancanza sopravvenuta del requisito dell'attualità delle irregolarità alla luce delle azioni effettivamente intraprese dai sostituti, v. Trib. Bologna 24 marzo 2014, in *Giur. imprese,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2014/06/20140324_RG320-20131.pdf*; Trib. Napoli 14 ottobre 2020, *cit*.

[143] Lo dichiara apertamente Trib. Venezia, 27 gennaio 2004, in *Giur. comm.,* 2004, II, 540, con nota di M. SPERANZIN*, Denunzia al tribunale, stato di liquidazione e riforma del diritto societario,* affermando che "lo stato di liquidazione, comportando la cessazione dell'attività d'impresa, essendo consentite solamente le operazioni correlate strumentalmente al fine della definizione dei rapporti ancora in corso e della conversione dei beni in denaro, pone in essere una situazione per la quale viene meno, per carenza di ogni interesse, la funzione propria dei provvedimenti adottabili *ex* art. 2409 c.c.". Pone l'accento sul fatto che la "deliberazione di messa in liquidazione della società elimina in radice l'esigenza di ripristino della normale gestione di essa" anche Trib. Ragusa, 26 ottobre 2001, in *Giur. comm*., 2002, II, 632; nello stesso senso, con varietà di sfumature, cfr anche App. Venezia, 17 novembre 1998, in *Società*, 1999, 701, con nota di M. TASSI; Trib. Torino, 19 giugno 1992, in *Giur. it.*, 1993, I, 534, con nota di B. PETRAZZINI; Trib. Napoli, 6 dicembre 1995, in *Giur. comm*., 1997, II, 125; App. Salerno, 12 febbraio 1993, in *Giur. it.*, 1994, I, 2, 780, con nota di G. SPAGNUOLO; Trib. Palermo, 17 agosto 1991, in *Vita notarile*, 1991, 1081; Trib. Genova, 30 aprile 1991, in *Società*, 1991, 1523, con nota di G.U. TEDESCHI, *Incompatibilità del controllo giudiziario,* cit.

[144] G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione*, cit., 294.

È infatti ormai acquisito, specialmente dopo la riforma societaria del 2003, che la messa in liquidazione di una società non ha alcun effetto estintivo, posto che nel programma liquidatorio devono essere indicati "gli atti necessari per la conservazione del valore dell'impresa, ivi compreso il suo esercizio provvisorio, anche di singoli rami, in funzione del migliore realizzo" (art. 2487, comma 1, lett. c). In quest'ottica la liquidazione è anch'essa una forma di gestione dell'impresa, sia pure nella diversa chiave conservativa "dell'integrità e del valore del patrimonio sociale" che, peraltro, già scatta a carico degli amministratori per effetto del semplice verificarsi di una causa di scioglimento *ex* art. 2486 c.c.[145]

Il che rende ragione dell'assimilazione dei liquidatori agli amministratori ai fini dell'esercizio dell'azione di responsabilità operata dall'art. 2489, comma 2, e della generale applicabilità "durante la liquidazione", sancita dall'art. 2488 previo vaglio di compatibilità, delle disposizioni "sulle decisioni dei soci, sulle assemblee e sugli organi amministrativi e di controllo", tra le quali dovrebbe essere ricompreso anche l'art. 2409 c.c. In questa prospettiva, non solo la liquidazione è di per sé neutra rispetto a violazioni gestorie dei precedenti amministratori, ma

[145] Caduto il divieto di nuove operazioni posto dalla previgente formulazione dell'art. 2449, comma 1, c.c. al dichiarato fine di consentire alla società l'esecuzione di tutte le operazioni possibili, "a prescindere dalla loro «novità» o meno, purché rientranti nella finalità liquidatoria" (così P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *Scioglimento e liquidazione delle società di capitali. Artt. 2484-2496*, in *Il codice civile. Commentario,* fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2021, 135) e ammesso espressamente l'esercizio provvisorio dell'impresa – esercizio provvisorio che secondo l'opinione preferibile può essere disposto anche in via autonoma dai liquidatori in forza della generale attribuzione del "potere di compiere tutti gli atti utili per la liquidazione della società" compiuta dall'art. 2489 c.c. (v. G. FERRI JR, La gestione di società in liquidazione, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 437) – nell'attuale contesto normativo è sostanzialmente pacifico che il verificarsi di una causa di scioglimento non comporta la necessaria cessazione dell'attività d'impresa e che anzi "la regola di *default* è proprio quella della prosecuzione dell'attività, anziché della sua interruzione, in quanto funzionale alla conservazione del valore del complesso aziendale" (così ancora P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *op. cit.*, 141). V., tra i tanti, G. NICCOLINI, *Commento all'art. 2486*, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, III, Napoli, 2004, 1736; M. CENTONZE, *Commento all'art. 2486*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari,* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, 2876; S. TURELLI, *Gestione dell'impresa e società per azioni in* liquidazione, Milano, 2012, 2; M. SPERANZIN, *op. cit.,* 544, secondo il quale "la causa di scioglimento, e, ora, dopo la riforma del diritto societario, la successiva pubblicità della nomina dei liquidatori (e quindi l'entrata della società in stato di liquidazione), determinano infatti un mutamento funzionale dell'organizzazione societaria e una parziale modifica delle regole di produzione dell'attività comune; comportano un diverso equilibrio degli interessi rilevanti; non producono, invece, un cambiamento del contratto sociale o la cessazione dell'impresa" (corsivo dell'A.); V. SANNA, *Cause di scioglimento e procedimento di liquidazione,* in *Trattato delle società* diretto da V. Donativi, III, Milano, 2022, 1484.

sono le stesse gravi irregolarità riferibili a comportamenti propri dei liquidatori a poter essere autonomamente denunciate al tribunale[146].

Superati questi problemi di carattere sistematico, l'unico vero ostacolo normativo che residua all'applicabilità dell'art. 2409 alle società in liquidazione è costituito dal coordinamento con il rimedio tipico della revoca giudiziale dei liquidatori. Rimedio che sembra apprestato dall'art. 2487, comma 4, c.c. in favore degli stessi soggetti che sarebbero legittimati a proporre la denuncia *ex* art. 2409 c.c., posto che può essere attivato "su istanza di soci, dei sindaci o del pubblico ministero", dunque addirittura riconoscendo una legittimazione individuale ai soci che manca nel controllo giudiziario[147]. Inoltre, il riferimento alla "giusta causa" contenuto nell'art. 2487, comma 4, sembra dare a questi soggetti spazi di manovra molto più ampi nei confronti dei liquidatori poiché, pur sicuramente

[146] Per l'estensione del controllo giudiziario alle società in liquidazione "in base alla decisiva considerazione che l'attività di liquidazione costituisce attività di impresa in senso proprio, sebbene con finalità più limitate rispetto a quella ordinaria", v. in giurisprudenza Trib. Verona, 7 agosto 2012, in *Ilcaso.it*, disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/7758.pdf*; cfr anche Trib. Genova, 10 gennaio 1996, in *Società*, 1996, 689, con nota di A. PATELLI, per la qualificazione del liquidatore denunciato *ex* art. 2409 c.c. come un "amministratore la cui attività trova il limite nella specifica funzione della liquidazione e può quindi rendersi altrettanto responsabile di gravi mancanze che potrebbero richiedere un rapido ripristino della corretta gestione e l'adozione dei provvedimenti" previsti dalla disposizione codicistica; nonché Trib. Trani, 30 ottobre 2001, in *Società*, 2002, 354, con nota di G. SPALTRO, per l'individuazione del termine finale di attivazione del rimedio, fatto coincidere con l'estinzione della società che si realizza al termine della liquidazione. Potendo la denuncia essere rivolta all'eliminazione di irregolarità verificatesi sia prima, sia dopo il verificarsi di una causa di scioglimento, la messa in liquidazione della società non impedisce l'instaurazione né la prosecuzione del procedimento giudiziario, rendendo indifferente che sia deliberata prima o dopo il suo inizio: Trib. Trento, 29 settembre 2016, in *IUS Societario*, disponibile all'indirizzo *https://ius-giuffrefl-it.bibliopass.unito.it/dettaglio/6288478/denunzia-al-tribunale-liquidazione-della-societa-e-sospensione-del-procedimento;* Trib. Napoli, 23 ottobre 2013 in *Ilcaso.it,* disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/10621.pdf*; App. Salerno 8 novembre 2012, in *Foro it*., 2012, 1, 3489; T. Novara, 21 maggio 2012, *cit.*; Trib. Milano, 7 ottobre 2004, in *Riv. not.,* 2005, II, 1455, con nota di E. BUCCIARELLI DUCCI; Trib. Pavia, 28 aprile 2001, in *Società*, 2001, 1087, con nota di V. SALAFIA; Trib. Bergamo, 3 aprile 2021, in *Giur. comm*., 2002, II, 632; Trib. Santa Maria Capua Vetere, 19 luglio 2000, in *Giur. napoletana*, 2000, 390; T. Napoli, 4 dicembre 1998, in *Dir. e giur*., 1998, 508; Trib. Roma, 17 luglio 1998, in *Giur. it.*, 1999, 1458, con nota di F. MAINETTI; Trib. Como, 7 novembre 1997, cit.; Trib. Trieste, 29 marzo 1995, in *Società*, 1995, 1097, con nota di R. LOLLI; App. Milano, 1° giugno 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, 749; Trib. Bari, 29 maggio 1990, in *Società*, 1991, 1053, con nota di R. DABORMIDA; Trib. Milano, 28 luglio 1990, in *Società*, 1991, 196, con nota di G.U. TEDESCHI; Trib. Milano, 9 aprile 1990, *ivi*, 1990, 1375, con nota di G.U. TEDESCHI.

[147] Ma non anche ai singoli sindaci, atteso che la forma plurale utilizzata dall'art. 2487 con riferimento ai sindaci accompagnata dall'articolo determinativo "dei", fa propendere anche in questo caso per una legittimazione attiva dell'organo collegiale.

ricomprendendo al suo interno il perimetro delle violazioni dei doveri gestori connesso alla nozione di "gravi irregolarità", consente loro di conseguire la revoca giudiziale anche in fattispecie concrete nelle quali non siano riscontrabili vere e proprie violazioni dei doveri dei liquidatori, ma questi ultimi pongano in essere comportamenti indicativi di una rottura del rapporto fiduciario connesso all'incarico. Addirittura prescindendo dall'accertamento anche del "danno potenziale" alla società, spesso identificato con il mero ostacolare il corretto e proficuo svolgimento della liquidazione[148].

Caratteri che hanno indotto parte della giurisprudenza a ritenere inammissibile il ricorso *ex* art. 2409 c.c. proposto nei confronti dei liquidatori in ragione di una sua presunta non residualità, ravvisata dall'essere sostanzialmente assorbito dal rimedio della revoca giudiziale *ex* art. 2487, comma 4, c.c.[149]

Se è vero che legittimati e presupposti di attivazione dei due rimedi nella sostanza possono coincidere, non si può tuttavia parlare di un assorbimento integrale, posto che da un lato il controllo giudiziario consente al tribunale di reagire alle gravi irregolarità dei liquidatori anche con provvedimenti diversi dalla revoca dei liquidatori e che potrebbero essere più adeguati al caso concreto, dall'altro lato presenta l'indubbio vantaggio di poter far conseguire ai denunzianti non solo la revoca – anche con sostituzione "provocata" assieme ai sindaci – dei liquidatori, ma anche la loro sostituzione con un amministratore giudiziario (i cui compiti, ovviamente, dovranno essere definiti in coerenza con lo stato di liquidazione già deliberato), non prevista nella procedura delineata dall'art. 2487 c.c.[150] Il che è di per sé sufficiente a postulare la coesistenza dei due rimedi e,

[148] Sul rapporto di specialità tra le due disposizioni v. M. LIBERTINI, *op. cit.,* 276, che lo esclude; S. VANONI, *Denunzia al tribunale,* cit., 76; diversamente, P. GHIONNI CRIVELLI VISCONTI, *op. cit.*, 311; con specifico riferimento ai rapporti tra "gravi irregolarità" e "giusta causa" cfr D. SPAGNUOLO, *Questioni in tema di controllo giudiziario sulle società di capitali*, in *Giur. it.*, 1994, I, 2, 790.
[149] V. Trib. Venezia, 27 gennaio 2004, *cit*.; App. Venezia, 17 novembre 1998, *cit*.; T. Torino, 19 giugno 1992, *cit*.
[150] V. Trib. Como, 7 novembre 1997, cit., per l'attribuzione all'amministrazione giudiziario di ogni potere necessario al compimento della liquidazione e alla rimozione di irregolarità gestorie riconducibili alla gestione anteriore alla messa in liquidazione della società, rispetto alle quali il precedente liquidatore di nomina assembleare revocato non aveva assunto alcuna iniziativa. Cfr.

dunque, la coesistenza di un "doppio binario" per conseguire la revoca dei liquidatori in presenza di gravi irregolarità (per un analogo problema nella disciplina delle s.r.l. v. *infra,* paragr. 7.1)[151].

Ciò posto, è evidente che anche la messa in liquidazione della società in pendenza di una denuncia di gravi irregolarità rivolta ai suoi amministratori non determina la sopravvenuta inammissibilità del procedimento *ex* art. 2409 c.c. già avviato, pur potendo (e dovendo) essere valutata dal tribunale come un'ipotesi di attivazione del meccanismo sostitutivo dei denunciati previsto dal comma 3 dell'art. 2409 c.c. che impedisce di disporre l'ispezione giudiziale e determina la temporanea sospensione del procedimento[152].

4.6 Gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza. Per quanto concerne invece i rapporti tra l'art. 2409 c.c. e gli strumenti di regolazione della crisi e dell'insolvenza, nella vigenza della l. fall. si è consolidato in giurisprudenza l'orientamento che predica l'incompatibilità assoluta tra controllo giudiziario e fallimento, con la conseguenza che l'intervenuta dichiarazione di fallimento della società precluderebbe la proposizione del ricorso *ex* art. 2409 e

---

anche T. Perugia, 21.3.1995, in *Rass. giur. umbra*, 1995, 442, per l'affermazione della legittimità della sostituzione del liquidatore con un amministratore giudiziario.

[151] In dottrina è nettamente prevalente questo orientamento e v., tra i tanti, G. GIANNELLI, *Commento all'art. 2409,* in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari,* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, I, 1741; S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 834; S. VANONI, *Denunzia al tribunale,* cit., 75; M. COSSU, *op. cit.*, 712; M. LIBERTINI, *op. cit.*, 276; G. ROMANO, 2199; M. SPERANZIN*, op. cit.,* 548; G. BARTALINI, *Il controllo giudiziario*, in *Le nuove s.p.a.*, *Trattato* diretto da O. Cagnasso e L. Panzani, Bologna, 2012, 649 ss.; A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 560; nello stesso senso, già prima della riforma societaria, A. PATRONI GRIFFI, *Il controllo giudiziario,* cit., 341; G. FAUCEGLIA, *Sull'applicabilità dell'art. 2409 alle società in liquidazione*, in *Giur. Merito*, 1990, 80; M. CERA *Controllo giudiziario ex art. 2409 c.c. e messa in liquidazione della società*, in *Giur. comm.*, 1978, II, 409; ID., *Ancora sull'applicabilità dell'art. 2409 c.c. alle società in liquidazione*, in *Giur. comm.*, 1986, II, 614; A. MARCINKIEWICZ e A. PATELLI, *Il controllo giudiziario delle società di capitali*, Milano, 1989, 68; A. PATELLI, *Controllo giudiziario, liquidazione e proposizione dell'azione di responsabilità*, in *Società,* 1995, 1325.

[152] E per un'applicazione concreta v. Trib. Trento, 29 settembre 2016, *cit.*, precisando che qualora all'atto della messa in liquidazione della società l'assemblea nomini alla carica di liquidatori soggetti diversi dagli amministratori denunciati (nel caso di specie dai sindaci), ricorre l'ipotesi di sospensione obbligatoria del procedimento *ex* art. 2409, comma 3, c.c. Più in generale, per la valutazione sulla procedibilità della denuncia relativa a irregolarità risalenti al periodo antecedente alla messa in liquidazione della società collegata al comportamento e alle iniziative poste in essere dai liquidatori di nomina assembleare v. Trib. Firenze, 18 febbraio 2003, in *Società*, 2004, 201, con nota di A. COLAVOLPE; App. Milano, 11 gennaio 2005, in *Dir. fall.*, 2007, 1, 2, 181. In argomento G. Romano, *op. cit.,* 2201-2202.

renderebbe improcedibile quello eventualmente già pendente, posto che "detta procedura concorsuale, spossessando la società dei propri beni e determinandone l'affidamento ad un pubblico ufficiale di nomina giudiziaria, preclude di fatto all'amministratore giudiziario ogni possibilità di espletare l'incarico a lui affidato, determinando così l'immediato venire meno di ogni ragione di assumere i provvedimenti previsti dall'art. 2409 c.c."[153].

Orientamento al quale ha aderito la dottrina pressoché unanime[154] e che può oggi essere trasposto con riferimento alla liquidazione giudiziale[155] e alle procedure giudiziali di regolazione della crisi e dell'insolvenza caratterizzate da un analogo effetto di "spossessamento" in favore degli organi della procedura. Effetto che non veniva però ravvisato dalla dottrina nel concordato preventivo (né nell'ormai abrogata procedura di amministrazione controllata) in ragione del fatto che il suo tratto caratteristico risiede anzi nella "prosecuzione della normale gestione amministrativa", nel corso della quale è possibile che si verifichi, in pendenza della procedura, "una grave irregolarità imputabile all'amministratore ed è di conseguenza ammissibile la proposizione del ricorso previsto dall'art. 2409, codice civile, il cui accoglimento potrà dar luogo, fra l'altro, alla nomina di un amministratore giudiziario"[156].

---

[153] Così App. Milano, 25 ottobre 1994, in *Società,* 1995, 63; nello stesso senso App. Milano, 30 ottobre 1993, *ivi,* 1994, 919, pur facendo salva la facoltà dei legittimati a seguito dell'eventuale ritorno *in bonis* della società fallita, per esempio per effetto dell'accoglimento del reclamo avverso la sentenza dichiarativa di fallimento; Trib. Novara 21 maggio 2012, *cit*.; Trib. Bologna, 8 ottobre 2013, in *Giur. imprese,* disponibile all'indirizzo *https://www.giurisprudenzadelleimprese.it/wp-content/uploads/2014/07/20131008_RG2642-20131.pdf*; è invece rimasta isolata la tesi più risalente secondo la quale il sopravvenuto fallimento della società non farebbe venir meno la necessità di ordinare l'ispezione giudiziale, espressa da App. Roma 17 giugno 1960, in *Dir. fall*., 1960, II, 507; App. Napoli 10 agosto 1957, in *Temi nap*., I, 1958, 40-41

[154] G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione*, cit., 301 ss.; L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit., 88; V. SALAFIA, *Compatibilità delle procedure concorsuali e controllo sulla gestione delle s.p.a*, in *Società*, 1995, 5; L. PAZZAGLIA, *Procedimento* ex *art. 2409 c.c. e dichiarazione di fallimento della società*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1960, 1659; B. QUATRARO ed E. TOSI, *op. cit.,* 248; M. SPADARO, *op. cit.*, 226)

[155] Che ha sostituito il fallimento nel c.c.i.i.: in senso contrario, S. CASARRUBEA, *Gli effetti dell'apertura del fallimento (o della liquidazione giudiziale) sul procedimento ex art. 2409 c.c.*, in *Società,* 2020, 717 che sembrerebbe riprendere la tesi della reciproca autonomia e non interferenza tra le procedure sostenuta da D. PETTITI, *Ancora sul procedimento,* cit., 54)

[156] Così V. SALAFIA, *Compatibilità delle procedure,* cit., 7; M. SPADARO, *op. cit.*, 226). In giurisprudenza, ammettono la proponibilità della denuncia in pendenza di una procedura di concordato preventivo, Trib. Novara, 21 maggio 2012, *cit*.; Trib. Venezia, 15 luglio 2021, in *Ristrutturazioni aziendali,* disponibile all'indirizzo

Va da ultimo ricordato che l'attuale art. 120-*bis,* c.c.i.i., nel riservare come detto agli amministratori la decisione di accesso a uno strumento di regolazione della crisi, prevede al comma 4 uno speciale regime di inamovibilità degli amministratori che deroga alla regola generale della loro revocabilità ad *nutum*, statuendo che "dalla iscrizione della decisione nel registro delle imprese e fino alla omologazione, la revoca degli amministratori è inefficace se non ricorre una giusta causa. Non costituisce giusta causa la presentazione di una domanda di accesso a uno strumento di regolazione della crisi e dell'insolvenza se lo si è fatto in presenza delle condizioni di legge. La deliberazione di revoca deve essere approvata con decreto dalla sezione specializzata del tribunale delle imprese competente, sentiti gli interessati". Si tratta di uno speciale (ma temporaneo) regime di stabilizzazione in virtù del quale gli amministratori vengono assoggettati al meccanismo di revoca normalmente previsto per i sindaci di s.p.a. che, oltre a non essere applicabile nei casi della liquidazione giudiziale e strumenti regolatori puramente negoziali, non sembra comunque idoneo a impedire la revoca degli amministratori in sede di denuncia *ex* art. 2409 c.c., né a rendere improcedibile il ricorso previamente proposto[157].

5. Il danno potenziale alla società e alle sue controllate. Per caratterizzare le gravi irregolarità degli amministratori, la riforma del diritto societario si è avvalsa di un ultimo elemento, che è quello della loro potenziale

---

https://ristrutturazioniaziendali.ilcaso.it/uploads/admin_files/Trib--Imprese-15-luglio-2021.pdf), che sembrerebbe invece esclusa da Trib. Cuneo, 16 marzo 2009, nel quale si afferma che "la nomina del commissario giudiziale in sede di apertura del concordato preventivo rend[e] ultronea la ispezione" in quanto "tra i compiti immediati del commissario vi è, oltre alla redazione dell'inventario del patrimonio, anche e in primo luogo la predisposizione della relazione ex art. 172 l.f. sulle cause del dissesto e sulla condotta del debitore. Tali accertamenti ben consentono dunque all'organo della procedura di analizzare la contabilità (ivi compresi gli elementi e i dati non in possesso dei soci e di minoranza ricorrenti) e valutare le scelte e le condotte degli amministratori, seppure ai fini di cui alla norma, ossia per presentare ai creditori tutti gli elementi di giudizio ai fini della votazione in adunanza". Il precedente, inedito, è citato da S. AMBROSINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 835, il quale rileva "quanto all'ipotesi di una società in procinto di essere ammessa ad una procedura concorsuale, (…) che la prospettiva di un'imminente sostituzione dei vertici dell'impresa con un soggetto nominato dal tribunale (e munito della qualifica di pubblico ufficiale) potrebbe reputarsi idonea ad incidere sullo stesso interesse a provocare l'intervento del tribunale".

[157] Come già osservato in G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Gli* amministratori***, il*** tribunale e *il* convitato di pietra, cit.**,** 196-197, ove ult. rif.

attitudine ad "arrecare danno alla società o ad una o più società controllate". Il requisito è stato inserito dal d. lgs. n. 37/2004 anche nel primo comma dell'art. 152 t.u.f., pure relativo alle irregolarità degli amministratori, ma non nel terzo comma concernente le irregolarità dell'organo di controllo denunciabili dalla Consob. Una differenza che si spiega per via della circostanza che la violazione dei doveri di vigilanza riporta comunque a danni generati dal fatto degli amministratori o non è misurabile in termini di dannosità, ma solo di inefficienza del presidio costituito contro di essi dall'organo di controllo[158].

Con riguardo al nuovo requisito, non è pacifico tra gli interpreti se è cambiato poco, poiché un danno non può che conseguire a delle irregolarità "gravi"[159]; o molto, perché rende irrilevanti le irregolarità pur gravi e gravissime che non si ripercuotano in modo economicamente negativo sulla società, o dalle quali questa possa addirittura trarre un vantaggio patrimoniale, ancorché a discapito di altri soggetti[160]. Non è chiaro nemmeno se si scolorisce la funzione cautelare del rimedio, il più delle volte destinato a giungere a danno già verificatosi e a svolgere un ruolo preventivo limitato a contrastare l'aggravarsi del

---

[158] V. *retro,* nt 120 e testo corrispondente.

[159] Secondo l'orientamento di parte della giurisprudenza e della dottrina precedenti: M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1214; N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.,* 24. Il carattere dannoso delle gravi irregolarità era un punto fortemente controverso prima della riforma del diritto societario, strettamente legato al dibattito sugli interessi tutelati dall'art. 2409 c.c. (*retro,* nt 123-124 e testo corrispondente). C'era chi, attribuendo carattere preminente all'interesse generale alla regolarizzazione amministrativa, sosteneva l'irrilevanza di un'indagine sulla dannosità, anche solo potenziale, delle irregolarità (G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione*, cit., 195; Trib. Milano, 26 novembre 1993, in *Società,* 1994, 1215, con nota di A. PATELLI); chi, spostato su una concezione più marcatamente privatistica, giudicava rilevante il possibile pregiudizio dei soci (come nel caso di irregolarità relative al procedimento assembleare, o di ostacoli all'esercizio dei diritti sociali: Trib. Padova, 26 aprile 2004, in *Società,* 2005, 200; App. Milano, 15 luglio 1997, *ivi,* 1997, 1415); chi, infine, attribuiva rilievo al danno (potenziale) alla società al fine di garantire la contestuale tutela sia dell'interesse sociale, sia di interessi esterni (G. DOMENICHINI, *Il controllo giudiziario,* cit., 593; App. Roma, 20 marzo 1997, in *Giur. comm.,* 1997, II, 547; Trib. Milano, 15 ottobre 1985, in *Società,* 1986, 305).

[160] Esempi ricorrenti sono le frodi o altri comportamenti degli amministratori consapevolmente volti a danneggiare i creditori o i finanziatori (il conseguimento di un fido tramite documenti falsi o contraffatti) o il fisco: v. C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1142; M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1216. Prima della riforma, la possibilità di denunciare *ex* art. 2409 c.c. le violazioni fiscali era avversata da una parte della dottrina – sulla base del rilievo che l'amministrazione finanziaria ha a disposizione adeguati strumenti repressivi (G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione*, cit., 103, nt 70; G. TERRANOVA, *op. cit.*, 136-137) – ma di regola ammessa dalla giurisprudenza: App. Napoli, 13 maggio 2002, in *Società*, 2002, 1123; Trib. Verona, 15 luglio 1996, *ivi,* 1997, 75.

danno; se, in altri termini, si riduce il campo di applicazione del controllo giudiziario, avvicinato nei presupposti all'azione sociale di responsabilità, con conseguente "perdita di ruolo" dell'istituto nel complessivo quadro dei controlli[161].

In realtà, per l'art. 2409 rilevano i danni potenziali ("gravi irregolarità che *possono* recare danno"), non quelli effettivi e attuali richiesti dall'art. 2392 c.c. ("danni *derivanti* dall'inosservanza di tali doveri"). Possono, quindi, venire in considerazione anche situazioni di mero pericolo, di incertezza in ordine al prodursi di un pregiudizio da valutarsi attraverso un giudizio analogo a quello che l'ordinamento richiede con riferimento ad altri rimedi aventi carattere preventivo, come l'impugnativa delle delibere viziate da conflitto d'interessi (artt. 2373 e 2391 c.c.)[162].

Allo stesso tempo, è vero che ne può scaturire "una selezione degli interessi tutelabili con il procedimento"[163], poiché deve sempre esservi un danno potenziale che colpisce la società, anche qualora le norme comportamentali violate dagli amministratori salvaguardino interessi riferibili a terzi. Nondimeno, la reale portata selettiva di questo elemento in relazione alle irregolarità denunciabili dipende essenzialmente dalla puntuale individuazione del danno al quale si riferisce l'art. 2409.

---

[161] Anche in considerazione del fatto che la minoranza e l'organo di controllo interno (eccettuato il comitato per il controllo sulla gestione: *infra,* paragr. 6.2) sono legittimati a promuovere azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, oltre che a denunciarne le irregolarità *ex* art. 2409: N. ROCCO DI TORREPADULA, *op. cit.,* 21, per il quale l'appiattimento del rimedio sul livello dell'azione di responsabilità deriverebbe anche dalla circostanza che tra la "violazione dei doveri" a cui fa riferimento l'art. 2409 e l'"inosservanza dei doveri" *ex* art. 2392 "non sembra esistere alcuna differenza di rilievo".

[162] In argomento, L. ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi degli amministratori di società per azioni*, Milano, 2001, 343; A. Gambino, Il principio di correttezza nell'ordinamento delle società per azioni, Milano, 1987, 244; P.G. Jaeger, Determinazione del compenso degli amministratori in conflitto di interessi, in Giur. comm., 1980, II, 39; G. Frè, sub *art. 2373*, in G. Frè e G. Sbisà, Società per azioni[6], 1, in *Comm. cod. civ.* a cura di A. Scialoja e G. Branca, Bologna-Roma, 1997, 700; in giurisprudenza v. Cass., 18 aprile 1961, n. 853, in *Giur. it.*, 1961, I, 788.

[163] Selezione rilevata da M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1216. In effetti, specie se correlato con il venir meno del potere di denuncia del p.m. nelle società chiuse, l'elemento del danno può simboleggiare, nel dibattito sugli interessi tutelati dall'art. 2409 c.c., una scelta di campo nella prospettiva della "privatizzazione" dell'istituto: lo nota, sia pure con accenti fortemente critici, C. MONTAGNANI, *Il controllo,* cit., 1139. L'inserimento di questo requisito potrebbe, però, anche solo sottolineare la costante necessità della protezione dell'interesse sociale, come già sosteneva parte della dottrina prima della riforma: v., per tutti, DOMENICHINI (nt 17), 592 e ID. (nt 19), 792; in questo senso LIBERTINI (nt 11), secondo il quale "la nozione di danno è neutra rispetto alla individuazione degli interessi di cui si discute"; S. ROSSI (nt 19), 517.

Premesso che nel silenzio della norma va privilegiata un'interpretazione di carattere sistematico, occorre anzi tutto stabilire se il danno alla società rimane circoscritto a quello di carattere patrimoniale o comprende il danno non patrimoniale e, in particolare, un pregiudizio in termini di perdita reputazionale (che può derivare anche da violazioni in prima battuta economicamente vantaggiose per la società).

Ammettere il risarcimento di danni non patrimoniali a favore di un soggetto collettivo istituzionalmente deputato al perseguimento di uno scopo lucrativo sembra, a prima vista, una contraddizione in termini[164]. Tuttavia, l'antitesi si scolora all'esito del lungo percorso giurisprudenziale che ha prima scardinato il dogma della irrisarcibilità dei danni non patrimoniali al di fuori delle ipotesi di reato, attraverso una lettura costituzionalmente orientata dell'art. 2059 c.c.; poi ammesso in via generale il loro risarcimento ogni qual volta vengano lesi diritti inviolabili della personalità (quali onore, immagine e reputazione: art. 2 Cost.); infine equiparato in punto di titolarità persone fisiche e persone giuridiche[165], consentendo anche a queste ultime di chiederne il risarcimento[166].

Non sembra un caso, del resto, che il rilievo del danno reputazionale sia

[164] Cfr M. NUZZO, *Nome (diritto vigente)*, in *Enc. dir.*, XXVIII, Milano 1978, 310 ss., per il quale la funzionalizzazione delle società al perseguimento dello scopo lucrativo costituisce un limite alla risarcibilità dei danni non patrimoniali. G. BONILINI, *Il danno non patrimoniale*, Milano 1983, 501, rileva una "difficoltà" a che "le persone giuridiche riescano esse stesse a considerarsi portatrici di conseguenze non patrimoniali"; ma v., in diversa prospettiva, L. DELLI PRISCOLI, *Diritti della personalità, persone giuridiche e società di persone*, in *Giust. civ.*, 2008, 1998.

[165] La giurisprudenza ha operato "una trasposizione (e adattamento) di concetti appartenenti al mondo delle persone fisiche (dolore, sofferenza, stress fisico) a quello degli enti collettivi" (così, efficacemente, G. COTTINO, *Note minime, divaganti e irriverenti su amministratori, "perizia", tangenti e responsabilità*, in *Giur. it.,* 2004, I, 2004, 2339), riconoscendo la risarcibilità dei danni non patrimoniali anche a enti privi di personalità giuridica sul presupposto che la loro soggettività giuridica esprime un interesse unitario, diverso e distinto da quello dei partecipanti. Questo indirizzo si è definitivamente consolidato attraverso una sentenza di legittimità relativa al risarcimento del danno all'immagine o alla reputazione derivante dalla illegittima segnalazione alla centrale rischi (e v. Cass., 4 luglio 2007, n. 12929, in *Giust. civ.*, 2008, 1998; cfr anche Trib. Milano, 3 ottobre 2009 in *Resp. civ.*, 2010, 258).

[166] Per una ricostruzione di questo percorso giurisprudenziale cfr F. BENATTI, *Danno all'immagine,* in *Digesto civ.*, VI aggiornamento, Torino, 2011, 275; L. DELLI PRISCOLI, *Diritti della personalità,* cit., 1998, e ID., *Società e criteri di riparazione dei danni non patrimoniali,* in *Riv. società,* 2003, 914; A. LAMORGESE, *Il danno all'immagine delle persone giuridiche*, in *Nuova giur. comm.,* II, 2010, 231.

ormai indiscusso nei c.d. settori sensibili. In particolare, è noto che la Mifid[167] pone al centro dell'*internal governance* degli intermediari un'apposita funzione di conformità *(compliance)* al fine prioritario di evitare i danni di reputazione conseguenti alla violazione di norme, sia legislative e regolamentari, sia di autodisciplina[168].

Aperta così la porta all'ingresso del danno alla reputazione nell'ambito delle azioni risarcitorie, compresa l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori[169], appare contraddittorio sbarrarla con riguardo al controllo giudiziario, nell'ambito del quale la valutazione prognostica del giudice sul probabile verificarsi del danno è in linea con la naturale proiezione nel futuro del danno reputazionale[170].

Un'altra questione da indagare riguarda l'eventuale rilievo anche di quelle irregolarità che colpiscono il patrimonio della società solo di riflesso, riducendo il

---

[167] Acronimo con il quale si fa riferimento, tra l'altro, alle direttive 2004/39/CE e 2006/73/CE, al regolamento congiunto Banca d'Italia-Consob del 29 ottobre 2007, alle modifiche al t.u.f. apportate dal d. lgs. n. 164/2007. Dal 2018 è in vigore la c.d. Mifid II (direttiva 2014/65/UE) con le relative modifiche al t.u.f.

[168] In argomento G.D. MOSCO, *Funzioni aziendali di controllo, principio di proporzionalità e ruolo degli organi sociali nella Mifid,* in *La nuova disciplina degli intermediari dopo le direttive Mifid: prime valutazioni e tendenze applicative,* a cura di M. De Mari, Padova, 2009, 33.

[169] E v., per tutti, Trib. Milano, 29 maggio 2004, in *Giur. it.*, 2004, 2333, con nota di G. COTTINO, *Note minime,* cit., 2339, che non soltanto ha qualificato la corresponsione di tangenti come un atto di *mala gestio* degli amministratori, ma ha giudicato risarcibile, sotto il profilo del danno non patrimoniale, e liquidabile equitativamente, il pregiudizio alla reputazione e all'immagine commerciale di una società per azioni. Va nondimeno considerato che per gli imprenditori (anche collettivi) la giurisprudenza tende a distinguere ai fini risarcitori la reputazione personale da quella c.d. commerciale, sottolineando che mentre la lesione della prima darebbe luogo a un danno non patrimoniale in quanto avente per oggetto un diritto inviolabile della persona (fisica o giuridica), nel caso di lesione della seconda ci si troverebbe in presenza di un danno prettamente patrimoniale (si tratterebbe, secondo L. DELLI PRISCOLI, *Società e criteri di riparazione,* cit., 917, di un'espressione più elegante e moderna per denominare un aspetto dell'avviamento; in argomento cfr anche S. LOPREIATO, *Centrali dei rischi private, erronea segnalazione e responsabilità della banca,* in *Banca borsa,* 2007, II, 459). Sull'estensione del danno all'immagine (dai casi tradizionali di abusiva riproduzione del ritratto) a tutti quelli in cui viene offesa la percezione sociale di un soggetto nella realtà in cui opera, utilizzando il termine immagine come sinonimo di reputazione, v. F. BENATTI, *op. cit.,* 276.

[170] Cfr M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1215; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 568; v. anche G.C. RIVOLTA, *op. cit.,* 751. In giurisprudenza cfr Trib. Mantova, 15 ottobre 2009, *cit.*, che ha considerato rilevante la prassi degli amministratori di non stipulare in forma scritta gli atti di acquisto individuando il danno potenziale per la società nella perdita delle certificazioni di qualità; App. Torino, 29 maggio 2007, in *Giur. piemontese,* 2008, 98, secondo cui il carattere dannoso delle irregolarità è "individuabile nella violazione di disposizioni di legge idonee a procurare un danno al patrimonio sociale o un grave turbamento dell'attività sociale"; App. Salerno, 19 luglio 2005, *cit.*

valore dell'investimento azionario del socio[171]. È il caso delle irregolarità informative (tipicamente contabili o di bilancio, come le falsificazioni volte a creare riserve occulte), neutre sul piano del patrimonio della società, non anche su quello dei soci.

Con riferimento alla materia delle deliberazioni in conflitto d'interessi, la dottrina dà ormai rilievo anche alla diminuzione del valore della partecipazione e della redditività dell'investimento di ciascun socio, qualificando come danno alla società la lesione dell'interesse sociale, da intendersi come interesse dei soci "alla massimizzazione non solo dell'utile sociale, ma specificamente della produttività dei loro conferimenti a titolo di capitale"[172]. Anche nel caso dell'art. 2409 c.c. sembra pertanto possibile accedere a una nozione di danno potenziale comprendente la compromissione dell'interesse sociale alla massimizzazione dell'investimento[173].

L'ultimo aspetto da esaminare è la presenza tra le irregolarità gestorie potenzialmente pregiudizievoli anche di quelle relative a "una o più società controllate", secondo il disposto tanto dell'art. 2409, comma 1, c.c., quanto dell'art. 152, comma 1, t.u.f. È una novità significativa anche sul piano della generale individuazione degli interessi salvaguardati dalle norme in questione.

---

[171] Secondo G. TERRANOVA, *op. cit.,* 143, "il legislatore avrebbe indubbiamente fatto meglio ad annoverare l'interesse patrimoniale dei soci accanto al danno alla società"; mentre per C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1140 si tratta comunque di un'omissione superabile per via interpretativa; su posizioni analoghe anche V. SALAFIA, *Commento all'art. 2409,* cit., 307.

[172] Così D. PREITE, *Il conflitto di interessi del socio tra codice e disciplina del mercato mobiliare,* in *Riv. soc.*, 1998, 441; L. ENRIQUES, *op. cit.,* 348, considera irrilevante il fatto che, così inteso, il "danno alla società" colpirebbe direttamente il patrimonio dei soci, e pertanto sarebbe risarcibile *ex* art. 2395 anziché *ex* art. 2392 c.c., osservando che nella materia del conflitto d'interessi – come nel controllo giudiziario – "il richiamo al danno prescinde dal suo effettivo verificarsi e, a maggior ragione, dal problema della titolarità del diritto al risarcimento"; ma per l'interpretazione restrittiva cfr A. GAMBINO, *Il principio di correttezza,* cit., 250. La circostanza che nella disciplina delle decisioni consiliari di s.r.l. viziate da conflitto d'interessi il legislatore, per dare rilievo a un pregiudizio effettivo e concernente esclusivamente il patrimonio sociale, abbia sostituito la tradizionale formula "qualora possa arrecare danno alla società" con quella "cagionino un danno patrimoniale" sembra confermare la validità di un'interpretazione più ampia della regola del danno potenziale: v. M. PERRINO, *Il conflitto d'interessi degli amministratori nella s.r.l.,* in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso,* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, III, Torino, 2007, 569.

[173] V. S. ROSSI, *op. cit.,* 544. Ovviamente qui non si considera il possibile rilievo degli interessi degli *stakeholders.* Giudica ancora rilevanti ai fini della denuncia le irregolarità informative Trib. Mantova, 15 ottobre 2009, *cit.*

Se si vuole attribuire un significato effettivo alla locuzione, bisogna infatti pensare a irregolarità che non sono suscettibili di arrecare un danno alla controllante. Quest'ultimo sussiste, in effetti, nelle principali ipotesi di controllo, che sono quelle basate su una partecipazione al capitale, nelle quali il danno al patrimonio della controllata si riverbera sul valore delle sue quote o azioni possedute dalla controllante. Il danno per la controllante può tuttavia mancare – ed è sempre di incerta e difficile misurazione, non riflettendosi sul valore della partecipazione – nel caso di violazioni che danneggiano società sottoposte a controllo in virtù di particolari vincoli contrattuali (art. 2359, comma 1, n. 3, c.c.) o comunque consistenti nell'abusivo esercizio dell'attività di direzione e coordinamento[174] ai sensi dell'art. 2497 c.c.[175]

In definitiva, il requisito del danno non sembra, a veder bene, mutare il ruolo della denuncia al tribunale nel complessivo sistema dei controlli se non, forse, per renderlo più coerente ed equilibrato[176], assumendo comunque un

[174] Con riguardo alla denuncia al tribunale assume dunque rilievo il danno subito dalla società controllata, diversamente da quanto avviene nell'ambito della disciplina della direzione e coordinamento di società, in cui il riferimento (almeno, testuale) è al pregiudizio arrecato ai soci di minoranza e ai creditori della società sottoposta a direzione e coordinamento. Non sembra pertanto fondata la tesi, prospettata da E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1239 e da C. MONTAGNANI, *Il controllo*, cit., 1134, secondo la quale in base all'art. 2409 c.c. possono essere direttamente i soci di minoranza della controllata a proporre la denuncia contro gli organi sociali della controllante, che potrebbero così reagire all'abusiva direzione della controllante sia *ex post,* con l'azione di responsabilità prevista dall'art. 2497 c.c., sia *ex ante,* con la denuncia al tribunale. La tesi, oltre a mancare di qualsiasi appiglio letterale, non convince neppure sotto il profilo sistematico: v. sul punto i rilievi di A. VALZER, *Attività di direzione e coordinamento di società e denunzia al tribunale ex art. 2409 c.c.,* in *Riv. dir. soc.,* 2011, 141-142. Il collegamento con la responsabilità *ex* art. 2497 c.c. è frequente in dottrina: G. TERRANOVA, *op. cit.,* 138; M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1215; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 790; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 568; C. MONTAGNANI, *Il controllo giudiziario nel gruppo,* in *Riv. dir. impr.*, 2004, 407. In giurisprudenza cfr Trib. Milano, 25 luglio 2008, in *Riv. dir. soc.,* 2011, 125, nonché, ante riforma, Trib. Milano, 7 giugno 2002, in *Giur. it.*, 2002, 2098, che ha qualificato come grave irregolarità l'erogazione di finanziamenti alle controllate finalizzata a consentire loro l'acquisto di azioni della controllante. Per App. Milano, 10 marzo 2004, in *Giur. Merito,* 2004, 1632, non vi è comunque la possibilità di adottare provvedimenti provvisori che incidano direttamente sulla gestione delle società controllate.

[175] In quest'ultima ipotesi, peraltro, assume rilievo la sussistenza – che è onere degli amministratori denunciati dimostrare – di vantaggi compensativi che escludono il verificarsi di un danno alla controllata: cfr C. MONTAGNANI, *Il controllo giudiziario nel gruppo,* cit., 436; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2409,* cit., 790; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 569.

[176] Sembra, dunque, nella sostanza corretta la corrente di pensiero per la quale, secondo le parole di G. TERRANOVA, *op. cit.,* 134, "la riforma si sarebbe limitata a prendere atto della scarsa efficienza della procedura e ad introdurre dei correttivi, per evitare una troppo marcata

rilievo fondamentale la sua potenzialità anziché effettività, che agevola fortemente il ricorso alla denuncia rispetto alle azioni di responsabilità, come anche la pratica sembra confermare.

6. La denuncia al tribunale nei sistemi di amministrazione e controllo alternativi al tradizionale nella s.p.a. Nella s.p.a. le differenze tra i tre sistemi di amministrazione e controllo adottabili si riflettono sotto più aspetti sull'istituto in esame.

6.1 Il profilo soggettivo. Nel sistema ordinario, l'utilizzazione da parte dell'art. 2409 del plurale "amministratori" (meccanicamente trasposto nell'art. 152, comma 1) depone per il coinvolgimento di tutti i componenti dell'organo amministrativo nella procedura, sia in fase d'avvio[177], sia quali destinatari dell'eventuale sostituzione, assembleare o giudiziaria[178], anche nel caso – che è ormai la regola – della presenza di delegati, pur se il consiglio di amministrazione svolge in questa ipotesi soprattutto una funzione di monitoraggio sulla gestione[179].

Infatti, la rottura nell'ambito dell'art. 2409 della considerazione unitaria degli amministratori, che avrebbe anzitutto richiesto un ampliamento del novero dei legittimati attivi attraverso l'attribuzione al consiglio di amministrazione del potere di denuncia delle irregolarità compiute dai delegati, non si giustifica alla

---

discrepanza tra il *costo* sostenuto (in termini d'immagine ed efficienza gestionale) dalla società sottoposta a controllo ed il *risultato* utile conseguibile dai ricorrenti".

[177] L. NAZZICONE, *La denunzia*, cit., 1080; E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1253; R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 576.

[178] Nel sistema anteriore alla riforma societaria, il fatto che l'art. 2409 c.c. indicasse quali destinatari del provvedimento di revoca giudiziaria "gli amministratori e i sindaci", induceva dottrina e giurisprudenza ad affermare che la revoca "è necessariamente diretta a tutti gli amministratori e a tutti i sindaci in carica, indipendentemente dalla responsabilità dei singoli" (così Trib. Roma, 13 luglio 2000, in *Giur. it.*, 2000, 2103; Trib. Verona, 14 dicembre 2001, e App. Venezia, 21 febbraio 2002, in *Società*, 2002, 858), anche in considerazione dell'incompatibilità tra le funzioni di questi organi e quelle attribuite dal tribunale all'amministratore giudiziario (App. Milano, 1° giugno 1994, in *Giur. it.*, 1995, I, 2, 750). Isolato è rimasto Trib. Lucera, 12 luglio 2002, in *Giur. comm.*, 2003, II, 539 che, partendo dall'opposta prospettiva secondo cui la revoca di tutti gli amministratori non costituisce presupposto necessario della nomina dell'amministratore giudiziario, ha considerato rientrante tra i provvedimenti provvisori la nomina di un amministratore giudiziario destinato ad affiancare, anziché a sostituire, gli organi sociali denunciati.

[179] G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Lo scudo e la lancia*, cit., 92.

luce degli strumenti dei quali dispone il consiglio di amministrazione per reagire a eventuali scorrettezze gestionali degli esecutivi, compresa la possibilità di revocare le deleghe. Non utilizzare questi strumenti integra, d'altro canto, una sicura violazione dei doveri di monitoraggio degli amministratori privi di deleghe[180].

A conclusioni diverse si deve pervenire qualora la società adotti il sistema monistico, nel quale la componente non esecutiva e indipendente del consiglio di amministrazione confluisce in un organo interno, il comitato per il controllo sulla gestione, investito di autonome funzioni di vigilanza, che in parte sostituiscono quelle spettanti al collegio sindacale nel sistema tradizionale[181]. Comitato al quale è attribuito anche il potere di denuncia al tribunale. Vi è, in questo caso, un'indubitabile dissociazione di posizioni tra i componenti del consiglio di

[180] Più ampie considerazioni e riferimenti in G.D. MOSCO, *Commento agli artt. 2380*-bis-*2389*, cit., 596. Il singolo amministratore non esecutivo – magari indipendente o eletto dalla minoranza – che intenda dissociare la propria posizione da quella degli altri consiglieri deve comunque far annotare "senza ritardo" il proprio dissenso nel libro delle adunanze e delle deliberazioni consiliari, dandone immediata notizia per iscritto al presidente del collegio sindacale. Non si può nemmeno escludere che il singolo amministratore – in particolare, indipendente o di minoranza – possa informare il p.m. e, quanto alle quotate, la Consob e sollecitare il loro intervento, ripercorrendo la via battuta in passato dai sindaci (e v. *retro,* nt 85, le possibili implicazioni). Oltre a escludere la sua solidarietà con gli altri amministratori in un'eventuale azione di responsabilità, nel caso di presentazione di una denuncia *ex* art. 2409 c.c. ciò consente al tribunale di attenuare il rigore della norma: recuperando una prassi formatasi con riferimento ai sindaci, nel decreto di revoca si può dare atto che nei confronti dell'amministratore irresponsabile la revoca costituisce una sanzione "meramente formale, dispost[a] solo per ossequio alla legge" (così E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1283; V. SALAFIA, *La riforma del controllo giudiziario previsto dall'art. 2409 c.c.,* in *Società,* 2002, 1331).

[181] La funzione di vigilanza del comitato per il controllo sulla gestione è, in effetti, costruita dall'art. 2409-*octiesdecies,* comma 5, c.c. omettendo di riprodurre le due funzioni principali che connotano la vigilanza sindacale nell'art. 2403 c.c. (la vigilanza sul rispetto della legge e dello statuto, nonché sui principi di corretta amministrazione), modificandone altre (la vigilanza "sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società sul suo concreto funzionamento" si trasforma in vigilanza "sull'adeguatezza della struttura organizzativa della società, del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo e contabile, nonché sulla sua idoneità a rappresentare correttamente i fatti di gestione"), prevedendo la possibilità che il comitato svolga "gli ulteriori compiti affidatigli dal consiglio di amministrazione**".** In argomento, v. D. REGOLI, *La funzione di controllo nel sistema monistico,* in AA. VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber amicorum Antonio Piras,* Torino, 2010, 584; A. GUACCERO, *Commento agli artt. 2409*-sexiesdecies-*2409*-noviesdecies, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 920; C.MOSCA, *I principi di funzionamento del sistema monistico,* in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso,* 2, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 742; G.D. MOSCO e S. LOPREIATO, *Brevi note su opportunità e limiti attuali del sistema* monistico, in *AGE,* 201, 51, ove ult. rif.

amministrazione nella fase d'avvio della procedura[182], poiché è impensabile che il comitato si autodenunci. Tuttavia, in caso di revoca il provvedimento sembra dover comunque riguardare tutti gli amministratori, senza che possa escludere i componenti del comitato denunciante. Se il tribunale si orientasse in questo senso, infatti, l'amministratore giudiziario si troverebbe a convivere non con un organo di controllo ben distinto da quello gestorio, ma con un organo al quale compete (anche) l'amministrazione della società[183]. Preclusa questa strada, il giudice può peraltro percorrere quella prevista dal primo periodo del comma 4 dell'art. 2409, dettando provvedimenti provvisori a contenuto atipico tra i quali rientrano, per esempio, la limitazione dei poteri gestori all'ordinaria amministrazione[184] o la previsione di autorizzazioni da parte del comitato[185], ferma la convocazione senza indugio dell'assemblea affinché sia quest'ultima a procedere a una revoca e a una sostituzione selettive[186].

---

[182] Pur se, in via astratta, la denuncia sembrerebbe doversi rivolgere contro l'intero consiglio di amministrazione in virtù del combinato disposto degli artt. 2380, comma 3, c.c. e 223-*septies,* comma 1, disp. att. c.c., il vaglio di compatibilità (sul quale v. V. CARIELLO, *La disciplina "per derivazione"*, cit., 43) espressamente richiesto da quest'ultima disposizione consente la diversa soluzione indicata nel testo.

[183] M. BUSSOLETTI, *Il procedimento ex art. 2409 c.c.,* cit., 1224-1225, e F. GHEZZI e M. RIGOTTI, *Commento all'art. 2409*-octiesdecies, in *Commentario alla riforma delle società diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari. Sistemi alternativi di amministrazione e controllo,* a cura di F. Ghezzi, Milano, 2005, 302. Per SALAFIA, *Commento all'art. 2409,* cit., 311, invece, la collocazione del comitato all'interno del consiglio di amministrazione non impedisce una distinzione di funzioni tra i due organi, con "la conseguenza che, come il tribunale può escludere dalla revoca i sindaci, così potrà escludere i componenti del comitato di controllo, quando reputi che la loro condotta non sia censurabile".

[184] G. BONGIORNO, *op. cit.,* 552; E. DALMOTTO, *op. cit.,* 1280; G.U. TEDESCHI, *Il controllo giudiziario sulla gestione*, cit., 236; F. DI SABATO, *op. cit.,* 206; Trib. Palermo, 1° dicembre 1972 e App. Palermo, 20 luglio 1973, entrambe in *Giur. comm.*, 1974, II, 104.

[185] Anche in ambito societario, il nucleo centrale dell'autorizzazione risiede nella sua idoneità a rimuovere un ostacolo giuridico all'esercizio di un potere che è, e rimane, nella titolarità dell'autorizzando, con la conseguenza che questa figura organizzativa non incide sulla titolarità del potere gestorio, ma soltanto sul suo esercizio: per questa ricostruzione v. G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari nella società per azioni*, Milano, 2000, 32, al quale si rinvia per ult. rif.; nonché, dopo la riforma del diritto societario, A. BARTALENA, *Le competenze dell'assemblea,* in *Società,* 2005, 1097 e V. PINTO, *Brevi osservazioni in tema di deliberazioni assembleari e gestione dell'impresa nella società per azioni,* in *Riv. dir. impr.*, 2004, I, 444. Pertanto, la previsione di autorizzazioni del comitato al compimento di atti di gestione non fa venir meno il carattere non esecutivo dei relativi componenti richiesto dall'art. 2409-*octiesdecies,* comma 2, c.c.

[186] La sostituzione dei soli consiglieri esecutivi nei confronti dei quali il comitato per il controllo sulla gestione ha proposto denuncia al tribunale appare di regola sufficiente anche ai fini della sospensione del procedimento *ex* art. 2409, comma 3.

Con riferimento al sistema dualistico, nel quale il consiglio di sorveglianza è legittimato attivo e i componenti del consiglio di gestione sono legittimati passivi alla denuncia[187], un problema relativo all'applicazione dell'art. 2409 può sorgere nell'ipotesi di coinvolgimento del consiglio di sorveglianza nella c.d. "alta amministrazione" qualora sia investito dallo statuto delle deliberazioni in ordine alle operazioni strategiche e ai piani industriali e finanziari predisposti dal consiglio di gestione (art. 2409-*terdecies,* comma 1, lett. f-*bis,* c.c.).

Nondimeno, anche ai fini della denuncia al tribunale sembra possibile valorizzare la responsabilità per gli atti compiuti posta espressamente dalla norma in capo al consiglio di gestione. In termini più espliciti, nell'ipotesi di deliberazioni strategiche del consiglio di sorveglianza eseguite dai gestori anche questi ultimi possono vedersi imputare eventuali irregolarità a esse connesse, posto che i gestori hanno comunque il potere/dovere di non darvi corso se suscettibili di produrre un danno alla società[188] tanto che, altrimenti, ne assumono la responsabilità.

Del resto, è possibile ricostruire le deliberazioni del consiglio di sorveglianza sulle materie previste dall'art. 2409-*terdecies,* lett. f-*bis,* come autorizzazioni in senso proprio con riferimento alle operazioni strategiche, e di mera approvazione con riferimento ai piani[189]. Vale a dire, ricorrendo a figure

---

[187] Ancora in ragione del richiamo operato dagli artt. 2380, comma 3, c.c. e 223-*septies,* comma 1, disp. att., c.c.

[188] Come è pacificamente ammesso con riferimento all'esecuzione di deliberazioni assembleari invalide da dottrina e giurisprudenza: F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Milano, 2004, 10; M. SCIUTO e P. SPADA, *Il tipo della società per azioni,* in *Trattato delle società per azioni* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 1*, Torino, 2004, 63; A. PATRONI GRIFFI *Società (controllo societario sulle),* cit., 176; G. MINERVINI, *Gli amministratori di società per azioni,* cit., 186; Trib. Milano, 28 settembre 2006, in *Giur. it.,* 2007, 387.

[189] V. G.D. MOSCO, *Rafforzamento dei controlli interni e indebolimenti sistematici degli organi di sorveglianza,* in *AGE,* 2006, 42; nonché V. CARIELLO, *Il sistema dualistico. Vincoli tipologici e autonomia statutaria*[1], Milano, 2007, 96; G.B. PORTALE, *La società quotata nelle recenti riforme (note introduttive),* in *Riv. dir. soc.,* 2007, 7; L. SCHIUMA, *Il sistema dualistico. I poteri del consiglio di sorveglianza e del consiglio di gestione,* in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso,* 2, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 730. *Contra,* P. MONTALENTI, *Il sistema dualistico: il consiglio di sorveglianza tra funzioni di controllo e funzioni di alta amministrazione,* in *AGE,* 2007, 275-276, secondo cui "la norma, con l'espressione "delibera", consent[irebbe] di attribuire al consiglio di sorveglianza sia *(i)* un potere di *autorizzazione* sia *(ii)* un potere di *approvazione* sia *(iii)* un potere di vera e propria *decisione*". Anche le Autorità di vigilanza sembrano dell'avviso del testo, anche se ancora si riscontra qualche

organizzative che caratterizzano l'intervento decisionale del consiglio in termini coerenti con la sua preminente funzione di sorveglianza[190] e che mantengono gli atti nella sfera della competenza gestionale riservata dalla legge esclusivamente al consiglio di gestione (art. 2409-*novies* c.c.)[191].

In definitiva, nel sistema dualistico, soci e p.m.[192] possono denunciare al tribunale anche irregolarità derivanti da atti di alta amministrazione "deliberati" dal consiglio di sorveglianza, poiché queste coinvolgono necessariamente entrambi gli organi d'amministrazione e controllo[193].

6.2 Il potere di denuncia e gli altri poteri dei diversi organi di controllo. Con riguardo, invece, alla posizione dell'organo di controllo quale denunciante le violazioni poste in essere dai gestori va rilevato, fermo il carattere collegiale della denuncia (v. *retro,* paragr. 3.4.), che i penetranti poteri istruttori dei quali è dotato collocano l'organo di controllo della s.p.a. in una posizione di preminenza rispetto agli altri legittimati. L'esercizio, anteriore alla denuncia, dei loro poteri consente infatti di sottoporre al tribunale anche irregolarità non semplicemente sospettate, ma in tutto o in parte provate, potendo rendere superflua l'ispezione giudiziaria.

Tuttavia ciò non implica che, in presenza di un "fondato sospetto", l'organo di controllo sia giuridicamente tenuto a una puntuale verifica dei fatti prima di procedere alla denuncia. Infatti, può esservi l'urgenza di evitare un danno alla società che si può produrre, o aggravare, proprio nelle more delle indagini interne, anche in ragione dell'eventuale comportamento ostruzionistico

---

incertezza nella prassi applicativa: cfr S. LOPREIATO, *Le autorità di vigilanza di fronte alla "governance" dualistica delle banche,* in *AGE,* 2007, 494.

[190] Anche l'approvazione c.d. mera è una figura organizzativa coerente con la funzione di vigilanza del consiglio di sorveglianza in quanto è ridotto all'essenziale il potere decisionale del controllore, "che può solo approvare o respingere l'atto senza poter disporre riguardo al suo contenuto": G.D. MOSCO, *Le deleghe assembleari,* cit., 35.

[191] Ricorda G.B. PORTALE, *op. cit.*, 7 che in tutti i sistemi che adottano il modello dualistico, e in particolare in quelli tedesco e austriaco, è disposto che il consiglio di sorveglianza non ha "poteri gestori (*diretti*) […] salvo casi eccezionali previsti dalla legge o da questa implicitamente desumibili".

[192] Considerato quanto osservato nel testo, sussiste anche la legittimazione della Consob ai sensi dell'art. 152, comma 2.

[193] Con la possibilità di provvedimenti anche a carico dei consiglieri di sorveglianza.

dell'organo gestorio che impedisca un loro svolgimento rapido e (o) efficace [194].

In ogni caso, il rapporto tra il potere/dovere di denuncia al tribunale e gli altri poteri reattivi dell'organo di controllo è complicato dalla sensibile variazione di questi poteri nei tre modelli di organizzazione.

Per il collegio sindacale la denuncia al tribunale si pone quale rimedio complementare e (o) alternativo alla convocazione dell'assemblea, che può disporre ogni qualvolta ravvisi – sia autonomamente (art. 2406, comma 2, c.c.), sia a seguito di una denuncia presentata dalla minoranza *ex* art. 2408 c.c. che appaia "fondata" (art. 2408, comma 2, c.c.) – "fatti censurabili di rilevante gravità" [195]; fatti che, nella sostanza, non sono diversi dalle gravi irregolarità denunciabili ai sensi dell'art. 2409. La scelta tra i due rimedi è dunque rimessa allo stesso collegio sindacale il quale, usando la diligenza professionale richiesta dall'art. 2407 c.c., valuta di volta in volta se è preferibile procedere alla convocazione dell'assemblea, subordinando l'iniziativa giudiziaria all'eventuale inerzia dei soci; oppure denunciare subito i fatti al tribunale qualora valuti l'intervento del tribunale la risposta migliore all'esigenza d'evitare un danno alla società: *(i)* per

[194] Parte della dottrina ha invece criticato la scelta del legislatore di porre il "fondato sospetto" delle irregolarità alla base del potere di denuncia del collegio sindacale, muovendo dal presupposto che questa formula non si attaglierebbe "a chi, come il collegio, ha la funzione istituzionale di (e dispone di tutti i mezzi necessari per) accertare l'effettiva esistenza di quelle irregolarità" (così G. CAVALLI, *Commento all'art. 152,* cit., 1273, il quale tuttavia ammette che la presentazione della denuncia da parte del collegio sindacale possa prescindere dalla preventiva verifica dei fatti nel caso di ostruzionismo degli amministratori; S. AMBROSINI, *Commento all'art. 152,* cit., 298; G. CASTALDI, *op. cit.*, 1414; P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* cit., 1778). Per R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 573, il preventivo esercizio dei poteri istruttori da parte dell'organo di controllo, pur essendo opportuno, non può costituire presupposto per la presentazione della denuncia. In giurisprudenza, App. Trieste, 22 marzo 2006, in *Nuova giur. comm.,* 2007, II, 398.

[195] Il rapporto tra l'art. 2406 c.c. e l'art. 151, comma 2, t.u.f. è fortemente dibattuto, in quanto la norma dedicata alle quotate non riproduce i presupposti ai quali l'art. 2406, comma 2, subordina il potere di convocazione assembleare, vale a dire i "fatti censurabili di rilevante gravità" e "l'urgente necessità di provvedere". Si è perciò ingenerato il dubbio che nelle quotate il potere di convocazione assembleare del collegio sindacale possa essere svincolato dai presupposti richiesti dall'art. 2406, dubbio che va sciolto negativamente poiché, in caso contrario, il potere di convocazione assembleare del collegio sindacale si sovrapporrebbe, ingiustificatamente, con quello generale spettante al consiglio di amministrazione: v., pur con varietà di posizioni in merito al requisito dell'urgenza, S. AMBROSINI, *I poteri dei sindaci,* cit., 244-245; R. ALESSI, *Il rapporto dialettico,* cit., 17; G. CAVALLI, *Commento all'art. 151,* in *Testo unico della Finanza. Commentario,* diretto da G.F. Campobasso, II, Torino, 2002, 1265; G. DOMENICHINI, *Commento all'art. 2406*, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 766, anche per l'equiparazione dei "fatti censurabili di rilevante gravità" alle "gravi irregolarità" *ex* art. 2409 c.c.

l'impossibilità di esercitare – quanto meno, celermente – i propri poteri istruttori al fine di determinare la sussistenza delle irregolarità sospettate; *(ii)* o per il motivato timore che il passaggio assembleare non sia risolutivo a causa della presenza di azionisti di controllo compiacenti[196].

Nel sistema monistico, invece, non sembra che il comitato per il controllo sulla gestione abbia un autonomo potere di convocazione dell'assemblea in presenza di irregolarità degli altri amministratori. In questo senso depone sia il mancato richiamo dell'art. 2406 c.c. da parte dell'ultimo comma dell'art. 2409-*octiesdecies*, sia – nella disciplina speciale delle quotate – l'esclusione dell'assemblea dai destinatari dei poteri di convocazione attribuiti al comitato per il controllo sulla gestione dall'art. 151-*ter* t.u.f.[197] La denuncia al tribunale costituisce, pertanto, l'unico strumento a disposizione dei componenti del comitato per dissociarsi da violazioni ascrivibili esclusivamente agli altri amministratori.

Nel sistema dualistico, infine, la convocazione dell'assemblea disposta dal consiglio di sorveglianza in presenza di irregolarità gestorie ha finalità meramente informative nei confronti dei soci, considerato che i poteri di revoca dei consiglieri di gestione e di nomina dei nuovi gestori non appartengono ai soci, ma allo stesso consiglio di sorveglianza che può altresì esercitare, al pari dell'assemblea, l'azione sociale di responsabilità nei confronti dei gestori. In effetti, non vi è ragione perché il consiglio di sorveglianza reagisca alle irregolarità gestorie attraverso una denuncia che può portare alla revoca e all'esercizio dell'azione di

[196] L'autonomia della denuncia dalla preventiva convocazione dell'assemblea è sostenuta anche da A. PATRONI GRIFFI, *La denunzia al tribunale,* cit., 160; G. MEO, *op. cit.*, 274; R. TETI, R. TETI, *Il controllo giudiziario,* cit., 574; App. Trieste, 22 marzo 2006, *cit.* P. MAGNANI, *Commento all'art. 152,* cit., 1778-1779 sembra, invece, considerare la convocazione dell'assemblea un precedente necessario della denuncia al tribunale.

[197] Diversamente da quanto fanno i precedenti artt. 151 e 151-*bis* con riferimento, rispettivamente, al collegio sindacale e al consiglio di sorveglianza: v. A. GUACCERO, *Commento agli artt. 2409*-sexiesdecies-*2409*-noviesdecies, cit., 923; F. GHEZZI e M. RIGOTTI, *op. cit.,* 302; *contra,* P. VALENSISE, *Commento all'art. 2409*-octiesdecies., in *La riforma delle società. Società per azioni, società in accomandita per azioni,* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, I, Torino, 2003, 753. Peraltro, posto che l'art. 2406, comma 2, è richiamato dall'art. 2408 c.c., norma quest'ultima dichiarata applicabile al comitato per il controllo sulla gestione, almeno in questa ipotesi – vale a dire, in caso di irregolarità denunciate dai soci e non accertate autonomamente dall'organo – il comitato per il controllo sulla gestione potrebbe considerarsi abilitato a convocare l'assemblea.

responsabilità nei confronti dei consiglieri di gestione, in quanto può esso stesso procedere alla revoca e all'esercizio dell'azione in tempi più brevi, con costi diretti e indiretti di gran lunga inferiori per la società e adempiendo nel modo migliore ai propri doveri di vigilanza[198].

Il ruolo del consiglio di sorveglianza è particolarmente complesso qualora siano altri legittimati a denunciare irregolarità del consiglio di gestione. In tal caso, infatti, non è scontato che il tribunale valuti positivamente, ai fini del provvedimento di sospensione del procedimento ai sensi del comma 3 dell'art. 2409 c.c., tanto più nel silenzio mantenuto sul punto dal legislatore, la sostituzione dei gestori a opera dello stesso consiglio di sorveglianza una volta iniziato il procedimento. Qualora, infatti, sussistano violazioni riferibili allo stesso consiglio di sorveglianza, anche solo in termini di colpevole ritardo nella reazione, è necessario o almeno opportuno che sia l'assemblea a intervenire sostituendo i componenti del consiglio di sorveglianza prima che siano nominati i nuovi consiglieri di gestione[199].

7. La denuncia e la cogestione dell'impresa nei modelli di amministrazione della s.r.l. Nella s.r.l. è invece la cogestione dell'impresa tra soci e amministratori il principale profilo organizzativo al quale la denuncia deve adeguarsi.

Cogestione che caratterizza già il modello legale di amministrazione anzitutto per via dell'art. 2479, comma 2, n. 5, che assegna ai soci la decisione sulle operazioni "che comportano una sostanziale modificazione dell'oggetto sociale (...) o una rilevante modificazione dei diritti dei soci", dunque su operazioni

[198] Cfr S. FORTUNATO, *I "controlli" nella riforma,* cit., 878-879; P. MAGNANI, *Commento all'art. 2409-*terdecies, in *Commentario alla riforma delle società diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari. Sistemi alternativi di amministrazione e controllo,* a cura di F. Ghezzi, Milano, 2005, 176. Secondo SALAFIA, *Commento all'art. 2409,* cit., 310 e A. GUACCERO, *Commento agli artt. 2409-*octies-*2409-*quinquiesdecies, in *Società di capitali. Commentario,* a cura di Niccolini e Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 920, l'utilità di promuovere una denuncia al tribunale da parte del consiglio di sorveglianza permarrebbe nell'ipotesi in cui si volessero evitare *a priori* eventuali azioni risarcitorie dei consiglieri di gestione revocati fondate sull'insussistenza della giusta causa.

[199] Lo stesso tribunale può, d'altra parte, revocare "nei casi più gravi" non solo i componenti del consiglio di gestione, ma anche quelli del consiglio di sorveglianza.

eccezionali neppure individuate analiticamente che ben possono essere gestionali, escludendo per ciò solo una competenza gestoria generale in capo agli amministratori. Al contempo, l'art. 2479, comma 1 prevede una competenza potenziale e parcellizzata dei soci su una parte rilevante della gestione attivabile discrezionalmente dalla minoranza che rappresenti almeno un terzo del capitale sociale o da singoli amministratori, i quali possono sottoporre alla decisione della collettività dei soci qualsiasi argomento a eccezione di quelli rientranti nella competenza esclusiva degli amministratori ai sensi dell'art. 2475 c.c., che oggi espressamente vi include anche l'istituzione degli assetti[200].

Cogestione che, ferma questa sfera di competenza esclusiva, nei modelli pattizi può peraltro essere fatta pendere decisamente verso i soci non solo prevedendo nell'atto costitutivo loro autorizzazioni al compimento di atti degli amministratori, ma addirittura riservando alla loro decisione una o più materie per ampliare la cerchia delle loro competenze gestionali. E può essere perfino sbilanciata in direzione di uno o più soci attraverso l'attribuzione individuale delle medesime competenze gestionali operata dall'atto costitutivo sotto forma di "particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società" ai sensi dell'art. 2468, comma 3, variamente modulabili sotto il profilo dell'incidenza decisionale, che può essere non solo autorizzativa o piena, ma comportare direttive vincolanti o il diritto di veto su determinati atti e operazioni[201].

La cogestione non rende ovviamente impraticabile la denuncia al tribunale nei confronti degli amministratori anche qualora le irregolarità gestorie siano ascrivibili a competenze decisionali piene di tutti o di alcuni soci, posto che

---

[200] G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa,* cit., 1653, ove ult. rif. In argomento cfr anche P. ABBADESSA, *La* voice *dei soci nella gestione delle s.r.l.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 186 ss.; O. CAGNASSO, *L'esercizio del potere gestorio da parte del singolo socio*, in *Società, banche e crisi d'impresa*, Liber amicorum *Pietro Abbadessa*, diretto da M. Campobasso, V. Di Cataldo, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, 2, Milanofiori-Assago, 2014, 1658; A. MIRONE, *Le competenze gestionali dei soci nella s.r.l. tra regime legale e autonomia statutaria: profili ricostruttivi*, in *Impresa e mercato, Studi dedicati a Mario Libertini*, vol. I, *Impresa e società*, a cura di V. Di Cataldo, V. Meli, R. Pennisi, Milano, 2015, 449. Da ultimo G.M. BUTA, *Le competenze dei soci e la formazione delle decisioni sociali*, in *Le società a responsabilità limitata,* a cura di G. Santoni, F. Briolini, G.M. Buta e F. Accettella, Torino, 2022, 141; G. SANTONI, F. BRIOLINI e F. ACCETTELLA, *L'amministrazione,* ivi, 195.

[201] Sui modelli pattizi si rinvia a G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa,* cit., 1659.

nessuna competenza dei soci è, né nel modello legale né in quelli pattizi, pienamente alternativa rispetto a quella degli amministratori, i quali conservano anche con riguardo alle competenze gestorie attribuite ai soci, sia dalla legge, sia dallo statuto, un autonomo ruolo consistente nella valutazione (della dannosità) dell'atto, con il conseguente potere-dovere di non porre in essere le operazioni decise dai soci e giudicate dannose. Vi è, in altre parole, una sommatoria non solo di responsabilità ma prima ancora di competenze, pur diverse, che ribalta in relazione alle operazioni decise dai soci l'ordinario rapporto tra questi ultimi e gli amministratori, i quali assumono una funzione di monitoraggio (sugli atti gestori dei soci) che legittima appieno la denuncia *ex* art. 2409 c.c. indirizzata nei loro esclusivi confronti[202].

Occorre piuttosto chiedersi se, in caso di irregolarità gestorie risalenti a una decisione collettiva o individuale dei soci la denuncia della minoranza o dell'organo di controllo vada indirizzata, sin dalla sua proposizione, anche nei confronti dei soci di maggioranza co-gestori, quanto meno al fine di consentire la loro partecipazione in contraddittorio al procedimento e l'adozione da parte del tribunale di provvedimenti che potrebbero riguardare le loro competenze gestorie[203].

Non vi è tuttavia alcun indice normativo al quale aggrapparsi per sostenere vuoi la possibilità vuoi la necessità del coinvolgimento dei soci di maggioranza co-gestori come denunziati poiché, come detto, l'art. 2409 legittima a tal fine solo amministratori e sindaci e prevede la partecipazione necessaria al procedimento esclusivamente della società, statuendo che "anche" a quest'ultima vada

[202] Così G.D. MOSCO, *Funzione amministrativa,* cit., 1655; O. CAGNASSO, *L'«attività preparatoria» della gestione affidati ai soci di s.r.l. e l'attribuzione delle relative responsabilità*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze*, diretto da P. Benazzo, M. Cera e S. Patriarca, Torino, 2011, 370 ss.; N. ATLANTE, M. MALTONI e A. RUOTOLO, *Il nuovo articolo 2475 c.c. Prima lettura*, in *Riv. not.*, 2019, 1.

[203] Si pone la domanda, sempre assumendo quale presupposto la riconducibilità delle "decisioni dei soci attinenti alla gestione (…) anche agli amministratori che le hanno eseguite, quanto meno per omissione di controllo", anche S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l.*, cit., 915-916, per la quale in un modello di cogestione fortemente sbilanciato a favore dei soci la sola sostituzione degli amministratori denunciati potrebbe generare un "conflitto permanente tra i soci autori delle decisioni che causano o configurano gravi irregolarità e gli amministratori tenuti a rifiutarne l'esecuzione", e rivelarsi per ciò un rimedio non del tutto efficace ed efficiente se non accompagnata dall'estensione delle "misure adottabili (…) ai soci coinvolti nella gestione".

notificato il ricorso introduttivo. La partecipazione della società è peraltro di per sé sufficiente a consentire la valida ed efficace adozione da parte del tribunale di provvedimenti che incidano sulle competenze gestorie di tutti o alcuni soci sterilizzando temporaneamente queste competenze, se del caso utilizzando, nell'ipotesi di nomina dell'amministratore giudiziario, la facoltà di attribuire a quest'ultimo "per determinati atti i poteri dell'assemblea" prevista dall'art. 92, comma 4, disp. att., c.c.[204] Facoltà che può essere intesa come genericamente riferibile ai soci, ferma restandone l'eccezionalità, testimoniata dall'inefficacia delle "relative deliberazioni (…) senza l'approvazione del tribunale"[205].

[204] Per un'esemplificazione dei provvedimenti, provvisori e definitivi, adottabili dal tribunale in caso di cogestione dei soci e in direzione di questi ultimi v. ancora S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l.*, cit., 916, che individua il limite della reazione giudiziaria nel "diritto dei soci rappresentanti almeno un terzo del capitale sociale di avocare a sé decisioni anche in materia di gestione *ex* art. 2479, comma 1, c.c.", considerato "ineliminabile" pur se, "allorché le irregolarità riscontrate dipendessero da simili decisioni, esse sarebbero rimediabili, nel corso della procedura, tramite la nomina di un amministratore giudiziario. In tal modo, eventuali iniziative dei soci volte a contrastare l'operato di tale soggetto sarebbero neutralizzabili, applicando il principio secondo cui la decisione dei soci confliggente con gli scopi del controllo giudiziario è invalida". Per l'individuazione del conflitto con le finalità del procedimento come limite implicito di operatività dell'assemblea nel corso dell'amministrazione giudiziaria v. *amplius* S. VANONI, *Denunzia al tribunale. Art. 2409*, cit., 185; G. ROMANO, *op. cit.,* 2271, entrambi riconoscendo la legittimazione dell'amministratore giudiziario all'impugnazione delle delibere invalide; in giurisprudenza, Trib. Torino 4 ottobre 2017, in *Foro it.*, 2018, 2, I, 685, ha considerato annullabile la deliberazione assembleare di approvazione dei bilanci d'esercizio predisposti dai gestori sostituiti dall'amministratore giudiziario, precisato che anche la rinnovazione assembleare dell'organo amministrativo revocato si rivela inefficace dopo l'insediamento dell'amministratore giudiziario, non essendo consentito neppure ai soci di eludere le conseguenze del procedimento *ex* art. 2409 c.c. Cfr anche M. LIBERTINI, *op. cit.*, 291.

[205] La sostituzione assembleare *ex* art. 92, comma 4, disp. att. c.c. è certamente il più controverso dei poteri attribuibili all'amministratore giudiziario, che si collega alla dibattuta questione sulla natura di ausiliario del giudice o di organo straordinario e temporaneo della società, titolare di una funzione di "ripristino della legalità *anche contro* la volontà dell'assemblea o di singoli soci, dai quali egli è totalmente autonomo" (così M. COSSU, *op. cit.,* 699-700, la quale conclude che "l'unica classificazione plausibile" per una "figura nominata ma non tipizzata dal legislatore, che non ne predetermina tassativamente e nemmeno ne esemplifica i poteri, è quella di un pubblico ufficiale, titolare di un pubblico ufficio e munito di un potere originario e non derivato dall'assemblea o da organi societari"; per la ricostruzione dei termini della questione v. anche G. ROMANO, *op. cit.,* 2260; M. PIZZIGATI, *La riforma della s.p.a. e l'amministrazione giudiziaria ex art. 2409 c.c.*, in *Giur. comm.*, 2006, I, 267; M. LIBERTINI, *op. cit.,* 290; G.U. TEDESCHI, *Il nuovo art. 2409 c.c.,* cit. 253; L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit., 343; S. VANONI, *Denunzia al tribunale. Art. 2409*, cit., 179). In particolare, vi è chi qualifica l'art. 92, comma 4, una disposizione con la quale "il legislatore autorizza il tribunale ad alterare la divisione e le competenze interne dei poteri societari", considerando conferibili all'amministratore giudiziario quei poteri, ordinariamente spettanti all'organo assembleare, che si rivelino funzionali al ripristino della legalità societaria attraverso la rimozione delle irregolarità riscontrate" (così G. ROMANO, *op. cit.,* 2270, che richiama però quale limite l'impossibilità "di assumere decisioni che incidano significativamente sul contenuto dei diritti dei soci e sulle fondamentali scelte imprenditoriali, ossia quelle strettamente connesse alla

Il coinvolgimento dei soci nel procedimento giudiziario, ancorché non obbligatoriamente imposto dall'art. 2409 c.c., è nondimeno opportuno in presenza di irregolarità derivanti dalla loro cogestione con gli amministratori[206], e può essere realizzato in sede di audizione in camera di consiglio ai sensi dell'art. 2409, comma 2, c.c., che in ragione della sua finalità di acquisizione di elementi informativi necessari ai fini del giudizio delibatorio in merito alla fondatezza del sospetto può essere discrezionalmente estesa anche a soggetti diversi da amministratori e sindaci, gli unici contemplati dalla norma. Aprendo la strada, per tale via, a un possibile intervento nel procedimento da parte dei soci interessati, intervento che nonostante le perplessità sollevate da parte della dottrina e della giurisprudenza, si tende oggi a considerare ammissibile[207].

7.1 Il rapporto con la revoca giudiziale degli amministratori ex art. 2476, comma 3, c.c. Con specifico riguardo alla posizione dei soci di s.r.l. quali denuncianti le violazioni dell'organo gestorio[208] si pone un peculiare problema di coordinamento con l'art. 2476, comma 3, c.c. Disposizione che, dopo aver

---

proprietà dell'impresa societaria" già sottolineato da S. VANONI, *Denunzia al tribunale. Art. 2409*, cit., 185; L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit., 343), compresa l'approvazione dei bilanci di esercizio, la riduzione del capitale per perdite e le modificazioni statutarie in genere (con esclusione della trasformazione). Sembra invero più corretto l'orientamento che circoscrive gli interventi sostitutivi *ex* art. 92, comma 4, disp. att. c.c. ai soli casi di "effettiva e riscontrata, ancorché volontaria, impossibilità" (Trib. Napoli, 5 dicembre 2002, in *Giur. comm*., 2004, II, 199) di regolare funzionamento dell'assemblea, considerando l'ostruzionismo o l'inerzia dei soci una condizione legittimante tali interventi poiché, altrimenti il risultato sarebbe quello di "configurare specifici poteri *extra ordinem"* (così Trib. Milano, 22 marzo 2002, in *Foro padano*, 2002, I, 724) dell'amministratore giudiziario: v., anche per ulteriori esemplificazioni e riferimenti, A. BERTOLOTTI, *op. cit.,* 620; M. COSSU, *op. cit.,* 703.

[206] Osserva S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l.*, cit., 916, che anche ai fini della sospensione del procedimento *ex* art. 2409, comma 3, potrebbe non essere sufficiente, in caso di cogestione, la mera sostituzione degli amministratori, rendendosi invece necessario che la società intervenga anche sulle competenze gestorie dei soci, se del caso adottando le opportune modifiche statutarie.

[207] Per la critica alla tesi dell'incompatibilità dell'intervento, istituto caratteristico del processo contenzioso, con la natura di giurisdizione volontaria del procedimento *ex* art. 2409 c.c. (G. BONGIORNO, op. cit., 157) v. G. CANALE, *op. cit.,* 4738; L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario*, cit., 221; G. ROMANO, *op. cit.,* 2238; cfr in giurisprudenza Trib. Roma 15 dicembre 2017, in *Foro it.*, 2018, 5, I, 1762; App. Milano, 29 giugno 2012, in *Società*, 2012, 10, 1099.

[208] I cui componenti vanno peraltro tutti necessariamente coinvolti nella procedura per le ragioni già indicate con riferimento alla s.p.a. (v. *retro,* paragr. 6.1) non solo nel modello collegiale di gestione caratterizzato dalla presenza di un c.d.a. e di eventuali organi delegati, ma anche qualora venga scelto un sistema di amministrazione pluripersonale di tipo personalistico sia congiuntivo, sia disgiuntivo.

sancito la legittimazione individuale del socio a promuovere l'azione sociale di responsabilità nei confronti degli amministratori, lo abilita anche a "chiedere, in caso di gravi irregolarità nella gestione, che sia adottato provvedimento cautelare di revoca degli amministratori medesimi".

Già si è detto che la scelta di agganciare la revoca cautelare degli amministratori di s.r.l. a un presupposto individuato con la medesima formula delle "gravi irregolarità nella gestione" utilizzata dall'art. 2409 c.c. è stato il dichiarato contrappeso[209] alla scelta originariamente compiuta dalla riforma societaria del 2003 di estromettere il controllo giudiziario dall'ambito delle s.r.l. Tant'è che si è progressivamente fatto spazio, anche in giurisprudenza, un orientamento volto a sganciare dall'azione sociale di responsabilità, anche sotto il profilo degli effetti anticipatori dell'eventuale giudizio di merito, la revoca cautelare degli amministratori di s.r.l., considerata invece rimedio strumentale a un'azione di merito implicitamente ammessa dalla norma[210] e parimenti finalizzata alla loro revoca, per il cui accoglimento non sarebbe necessaria l'allegazione di alcun danno, almeno non attuale[211].

Il ripristino del controllo giudiziario nelle s.r.l. operato dal codice della crisi sembra avere invece dato nuova linfa alla ricostruzione della revoca cautelare *ex* art. 2476, comma 3, c.c. come provvedimento collegato all'(instaurata o) instauranda azione sociale di responsabilità da parte del socio, con la conseguente necessità per quest'ultimo di allegare, già ai fini della verifica del *fumus boni iuris,* non un danno meramente potenziale qual è quello richiesto

---

[209] V. *retro,* nt 16 e testo corrispondente.

[210] Come sostenuto da Trib. Milano 23 gennaio 2014, in *Giur. it.*, 2014, 1940, per il quale l'ammissione dell'azione di revoca nel merito è implicita, ma al contempo inequivoca; Trib. Milano 17 maggio 2017, in *Società*, 2017, 1143; Trib. Lucca 13 settembre 2007, in *Giur. comm.*, 2009, II, 216; Trib. Napoli 20 ottobre 2005, in *Foro it.*, 2006, I, 1222; Trib. Milano 12 gennaio 2006, in *Società*, 2007, 1010; in dottrina cfr R. RORDORF, *La revoca cautelare dell'amministratore di s.r.l.*, in *Società*, 2009; R. WEIGMANN, *La revoca degli amministratori di società a responsabilità limitata,* in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso,* 3, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Torino, 2006, 545; G. SCOGNAMIGLIO, *Revoca "cautelare" e revoca "nel merito" dell'amministratore di s.r.l.*, in *Il processo esecutivo. Liber amicorum Romano Vaccarella,* a cura di B. Capponi, B. Sassani, A. Storto e R. Tiscini, Torino, 2014, 1576.

[211] Ma semmai potenziale, realizzando "per altra via la medesima intensità di tutela garantita dall'art. 2409": così Corte cost. 14-29 dicembre 2005, n. 481, cit.; G. ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*. *II. Artt. 2475.2483,* in *Il codice civile. Commentario,* fondato da P. Schlesinger e diretto da F.D. Busnelli, Milano, 2010, 1084.

dall'art. 2409 c.c., ma un danno attuale, già verificatosi e suscettibile di aggravamento nella prospettiva dell'ulteriore requisito del *periculum in mora*[212].

Per tale via l'attualità o potenzialità del danno conseguente alle irregolarità degli amministratori diventa per i soci il vero *discrimen* per i soci che vi intendono reagire, posto che qualora da tali violazioni non sia derivato alcun pregiudizio alla società il rimedio della revoca cautelare diventa a loro inaccessibile.

Il 'doppio binario' tra revoca cautelare *ex* art. 2476, comma 3, c.c. e controllo giudiziario *ex* art. 2409 c.c. è dunque reale per i soci – e anche per l'organo di controllo, che accedendo a questa prospettiva deve ritenersi anch'egli legittimato ad avvalersi della revoca cautelare qualora eserciti o intenda esercitare l'azione di responsabilità contro gli amministratori – in presenza di "gravi irregolarità nella gestione" che siano state produttive di un danno che occorre non far aggravare[213].

---

[212] V., in giurisprudenza, Trib. Roma, 24 agosto 2016, in *Ilcaso.it,* disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/17394.pdf*; Trib. Torino 16/12/2013, in *Giur. it.*, 2014, 1941; Trib. Roma, 9 novembre 2012, *ivi,* disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/giurisprudenza/archivio/13362.pdf*; Trib. Torino 20 maggio 2010, in *Società*, 2010, 1381; Trib. Torino 20 maggio 2010, in *Società*, 2010, 1381; Trib. Genova, 28 febbraio 2008, in *Riv. dir. comm.,* 2010, II, 19; Trib. Santa Maria Capua Vetere, 8 giugno 2007, in *Società*, 2009, 1146; Trib. Roma, 22 maggio 2007, in *Foro it*., 2008, I, 307; Trib. Genova 6 settembre 2005, in *Società*, 2007, 77; Trib. Napoli 20 ottobre 2005, in *Società*, 2006, 625; Trib. Roma, 12/ novembre 2004, in *Giur. it*., 2005, 309. In dottrina v. L. DE ANGELIS, *Amministrazione e controllo nelle società a responsabilità limitata,* in in *Riv. soc.*, 2003, 475; L. NAZZICONE, *Il controllo giudiziario sulla irregolarità della gestione*, cit., 40-41; M. COMASTRI e F. VALERINI, *Natura conservativa e funzione inibitoria della revoca cautelare dell'amministratore di s.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, 2007, 451 e ss.; A. SILVESTRINI, *Responsabilità degli amministratori nelle s.p.a. e nella s.r.l. dopo la riforma societaria*, in *Società*, 2004, 696; G.U. TEDESCHI, *Responsabilità e revoca degli amministratori di s.r.l.*, in *Contr. e impr*., 2008, 1267.

[213] Per G. ROMANO, *op. cit.,* 2198-2199, nel contesto normativo attuale, eccettuato il profilo della legittimazione attiva in ordine alla soglia di accesso, "i due rimedi possono ritenersi, effettivamente, coesistenti, ben potendo i soci (titolari del dieci per cento del capitale sociale) esperire tanto l'uno quanto l'altro dei rimedi in esame. Né sussistono strumenti, di odine processuale, per «governare» formalmente la coesistenza di essi". Partendo dall'assunto che "entrambi gli istituti hanno in comune il presupposto oggettivo delle «gravi irregolarità»", per l'A. l'unico criterio che può "ispirare gli interpreti nella scelta dei due rimedi e, dunque, (…) «polarizzare» il perimetro di operatività di ciascuno di essi" consiste nel considerare questo presupposto oggettivo "funzionalizzato su due registri diversi" ancorché nominalisticamente unitario: "un registro che si potrebbe definire repressivo per quanto riguarda il procedimento della revoca cautelare ed un registro general-preventivo per quel che attiene alla denunzia del titolare". Per l'esplicita affermazione secondo la quale, dopo la reintroduzione del controllo giudiziario nelle s.r.l. a opera dell'art. 379 c.c.i.i., il rimedio cautelare contemplato dall'art. 2476, comma 3, c..c. è "necessariamente funzionale" all'esercizio dell'azione di responsabilità, v. in giurisprudenza Trib. Napoli, 2 maggio 2022, in *Giur. comm.,* 2024, II, 47; Trib. Catanzaro, 28 febbraio 2020, in *Ilcaso.it,* disponibile all'indirizzo *https://www.ilcaso.it/sentenze/ultime/23429*. Secondo S. VANONI, *Il*

Fermo restando che, come nel caso delle società in liquidazione (v. *retro,* paragr. 4.5), la denuncia al tribunale si lascia in ogni caso preferire perché, oltre a poter condurre a rimedi giudiziari ulteriori e meno invasivi della revoca degli amministratori, consente di addivenire anche alla loro sostituzione (volontaria, ma provocata o) con un amministratore giudiziario, impossibile nella revoca cautelare *ex* art. 2476, comma 3, eccettuata ovviamente l'ipotesi limite dei soci che non raggiungano la quota del decimo del capitale richiesta dall'art. 2409 c.c., i quali nella s.r.l. neppure possono essere a tal fine intermediati dal pubblico ministero[214].

8. Le spese. Tanto nell'ipotesi di denuncia al tribunale presentata dall'organo di controllo interno, quanto in quella di denuncia presentata dal pubblico ministero, l'art. 2409, comma 7, c.c. pone le "spese per l'ispezione" a carico della società. Il che, in base all'art. 152, comma 2, t.u.f., vale anche qualora sia la Consob a denunciare le gravi irregolarità dell'organo di controllo.

Una regola che riproduce la previsione del previgente comma 6 della disposizione – originariamente circoscritta al solo pubblico ministero – che imputava alla società, anziché, come di regola, all'erario, le spese relative a una procedura avviata da un soggetto istituzionalmente deputato a perseguire interessi generali[215]. Appare, invece, corretto l'addebito alla società delle spese nelle nell'ipotesi dell'organo di controllo, in particolare per quanto riguarda il collegio sindacale (o equivalente), che è parte dell'organizzazione sociale.

---

controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l., cit., 908, invece, un criterio di selezione tra i rimedi "nel contesto di gravi irregolarità nella gestione" discende dalla particolare tecnica di "innesto del controllo giudiziario su un sistema che contempla penetranti poteri d'informazione e reazione dei soci", sicché "i quotisti potrebbero (…) essere interessati a ricorrere al controllo giudiziario qualora le informazioni dagli stessi reperite consentissero di dimostrare la sussistenza dei "fondati sospetti", ma non fossero sufficienti per supportare un'azione di responsabilità e/o di revoca degli amministratori; ovvero, qualora i rimedi loro disponibili non fossero adeguati per eliminare le gravi irregolarità e le loro conseguenze. In buona sostanza, nella s.r.l. la denuncia *ex* art. 2409 c.c. dovrebbe avere un carattere ulteriormente residuale rispetto a quanto accade per le s.p.a."

[214] E v. S. VANONI, *Il controllo giudiziario sulla gestione delle s.r.l.*, cit., 910, per la quale sul piano pratico "assume spesso valore determinante nella scelta tra i due rimedi fattore degli oneri dell'esperimento di un'ispezione della società ai sensi dell'art. 2476, comma 2, c.c. e dell'anticipazione delle spese processuali relative alle azioni giudiziarie, che potrebbe indurre i soci ad optare direttamente per la denuncia al tribunale".

[215] G. TERRANOVA, *op. cit.*, 135.

I soci restano invece tenuti a sostenere le spese d'ispezione, salvo che si interpreti la norma nel senso dell'imposizione di un mero onere di anticipazione, con una limitazione della discrezionalità del giudice solo nella scelta della parte a carico della quale porre provvisoriamente le spese, lasciando impregiudicata la regolamentazione definitiva di queste e delle altre spese processuali all'esito del procedimento.

Questa interpretazione ha però incontrato resistenze in giurisprudenza, che è stata a lungo convinta dell'inapplicabilità del principio della soccombenza (art. 91 c.p.c.) ai procedimenti non contenziosi, con la conseguente impossibilità per il tribunale, nel procedimento in esame, di pronunciarsi su spese diverse da quelle d'ispezione, da sostenere secondo le indicazioni dell'art. 2409 c.c.[216] Soltanto di recente si è assistito a un ribaltamento di questa posizione nei procedimenti di volontaria giurisdizione c.d. bilaterali, nei quali è ormai considerata ammissibile una condanna alle spese per via della contrapposizione d'interessi che giustifica l'applicazione, quanto meno analogica, delle regole dettate dall'art. 91 c.p.c.[217] Tuttavia, con riferimento al procedimento di controllo giudiziario la giurisprudenza prevalente esclude dalla regolamentazione finale delle spese quelle di ispezione, che continuano a essere addebitate secondo i criteri dell'art. 2409 c.c., e dunque in via definitiva[218].

---

[216] Tra le tante, Cass., 15 marzo 2001, n. 3750, in *Foro it.*, 2002, I, 831; App. Brescia, 8 febbraio 2001, *ivi*, 2001, I, 3383; App. Napoli, 12 luglio 2001, in *Dir. e giur.,* 2002, 346; Cass., 2 ottobre 1997, n. 9636, in *Foro it.*, 1998, I, 3634; Cass., 23 gennaio 1996, n. 498, *ivi*, 1996, 61, in *Società*, 1996, 654; App. Venezia, 19 dicembre 1991, in *Nuova giur. comm.*, 1992, I, 898; App. Milano, 26 ottobre 1979, in *Giur. comm.*, II, 1980, 745.

[217] Per l'ammissibilità della condanna alle spese nella procedura *ex* art. 2409 c.c., giudicata legittima in quanto si fonda sulla mera soccombenza "processuale" dei controinteressati, "pur non essendo accessoria a una decisione su diritti soggettivi, né collegabile a comportamenti anteriori al processo": Cass., 5 luglio 2002, n. 9828, in *Società,* 2003, 576, con nota di TEDESCHI; Cass., 10 gennaio 2005, n. 293, in *Foro it.,* 2006, I, 824; Cass., 13 gennaio 2010, n. 403, in *Giust. civ.,* 2010, I, 575; Cass., 20 settembre 2002, in *Dir. e prat. soc.,* 2003, 4, 74, con nota di U. PATRONI GRIFFI, BRUNO; Trib. Salerno, 12 novembre 2009, *cit.*; Trib. Roma, 6 luglio 2004, in *Giur. Merito,* 2005, 312; App. Milano, 12 marzo 2004, App. Milano, 12 marzo 2004, in *Soc.,* 2004, 1125; Trib. Foggia, 5 novembre 2003, in *Giur. Merito,* 2004, 701; Trib. Roma, 13 luglio 2000, in *Giur. it.*, 2000, 2103; App. Roma, 8 giugno 2001, in *Foro it.*, 2002, I, 831; Trib. Cagliari, 16 ottobre 1996, in *Soc.*, 1997, 555; Trib. Catania, 9 marzo 1993, in *Dir. fall.*, 1995, II, 505; Trib. Ancona, 27 ottobre 1992, in *Soc.*, 1993, 524. Per una più dettagliata ricostruzione dell'evoluzione giurisprudenziale in materia A. NASCOSI *op. cit.*, 1033-1057.

[218] Cass., 13 gennaio 2010, n. 403, *cit.*; Cass., 10 gennaio 2005, n. 293, *cit.*; SALAFIA, *Commento all'art. 2409,* cit., 327. L'irragionevolezza dell'esclusione dalla definitiva statuizione sulle spese di

L'evoluzione della giurisprudenza in materia di spese non è dunque ancora appagante poiché quelle di ispezione, di solito le più ingenti del procedimento previsto dall'art. 2409 c.c., rimangono ancora oggi svincolate dal criterio della soccombenza. E ciò può rappresentare, soprattutto nelle quotate, un significativo freno alla presentazione della denuncia al tribunale da parte dei soci[219].

* Il contributo è destinato alla pubblicazione nell'opera Le Società di Capitali, a cura di L. De Angelis, Piccin editore.
Pur essendo il contributo frutto della comune riflessione degli Autori, che ne assumono entrambi la responsabilità, i paragrafi 1, 3, 4, 5 e i relativi sottoparagrafi sono riferibili a Gian Domenico Mosco, i paragrafi 2, 6, 7, 8 e i relativi sottoparagrafi a Salvatore Lopreiato, al quale si deve anche, in genere, l'apparato di note.

quelle di ispezione è ancora più evidente qualora l'ispezione venga assimilata alla consulenza tecnica d'ufficio: così, per esempio, Trib. Mantova, 15 ottobre 2009, *cit.*, che ha consentito alle parti di nominare dei propri consulenti.

[219] Specie alla luce della diversa regolamentazione delle spese in materia di azione sociale di responsabilità esercitata dalla minoranza dettata dall'art. 2393-*bis* c.c. Nel caso di accoglimento della domanda, si prevede l'obbligo della società di rimborsare agli attori "le spese del giudizio e quelle sopportate nell'accertamento dei fatti che il giudice non abbia posto a carico dei soccombenti o che non sia possibile recuperare a seguito della loro escussione".

Il golden power nel quadro della disciplina amministrativa dell'impresa

di **Bernardo Giorgio Mattarella**

SOMMARIO: 1. La variabile ma crescente intensità della disciplina. – 2. I fini della regolazione. – 3. Gli strumenti della regolazione. – 4. Le tecniche di regolazione. – 5. L'assetto normativo.

1. La variabile ma crescente intensità della disciplina amministrativa dell'impresa. Questo scritto esamina la disciplina del controllo sugli investimenti esteri diretti – il cosiddetto *golden power* – in riferimento al quadro più generale del regime amministrativo dell'impresa.

La disciplina del *golden power*, infatti, è una componente dell'insieme di controlli pubblicistici a cui sono soggette le imprese. È, naturalmente, una disciplina che si applica solo ad alcune imprese, ma questo è perfettamente coerente con le caratteristiche del regime amministrativo dell'impresa, che è un regime a geometria variabile: le sue componenti si applicano ora a un insieme di imprese, ora a un altro; vi è una graduazione dell'intensità del controllo pubblicistico sulle diverse categorie di imprese.

La disciplina amministrativa dell'impresa investe diversi momenti della vita dell'impresa. Investe, innanzitutto, l'avvio dell'impresa stessa, che è sempre soggetto a un momento pubblicistico, se non altro per l'iscrizione al registro delle imprese.

Vi sono, poi, varie forme di ingerenze e di condizionamenti pubblicistici nella vita delle imprese: le diverse categorie di imprese, come ho appena osservato, sono assoggettate a un controllo più o meno intenso. È poco intenso per le imprese che possono essere avviate con una semplice comunicazione all'amministrazione competente, quale il comune. È un po' più intenso per le imprese soggette a un regime autorizzatorio. È ancora più intenso per le imprese titolari di concessioni e per quelle che operano in determinati settori, come i servizi finanziari e i servizi pubblici.

Ci sono, infine, imprese per le quali la disciplina pubblicistica tende a essere particolarmente intensa, magari in ragione della loro strategicità: questo, naturalmente, è il caso delle imprese rientranti nell'ambito di applicazione del *golden power*. Per esse, data la loro importanza per la sicurezza nazionale, vi è una forma di controllo ulteriore. Possono esservene anche altri, come mostrato per esempio dalla disciplina della cybersicurezza (che ha qualche elemento di intersezione con quella in esame), la quale definisce il "perimetro della sicurezza cibernetica nazionale", che include anche vari operatori privati.

La disciplina del *golden power* attribuisce poteri discrezionali, ma non consente di esercitarli per realizzare obiettivi di politica industriale. Anche da questo punto di vista, essa si inserisce coerentemente nel sistema della regolazione amministrativa dell'impresa. In quest'ultimo, da un lato, abbiamo un quadro complessivo caratterizzato dalla liberalizzazione, dall'affermazione della libertà di iniziativa economica privata e dall'eliminazione delle forme di funzionalizzazione o di indirizzo dell'attività dell'impresa. Dall'altro lato, si può osservare un'intensità crescente nella disciplina amministrativa dell'impresa, della quale appunto l'esplosione del numero delle notifiche di operazioni rilevanti per il *golden power*, che si è avuta negli ultimi anni, è uno degli indici.

La disciplina del *golden power* è emblematica di questa tensione tra le istanze di liberalizzazione – che si sono tradotte, per esempio, nell'introduzione della pre-notifica, che, nonostante le imperfezioni che si sono rilevate, è un istituto di semplificazione – e la tendenza a una maggiore ingerenza dei pubblici poteri sulla vita delle imprese.

Questa maggiore ingerenza emerge da un ampliamento sia dei fini della regolazione amministrativa dell'impresa, sia degli strumenti.

2. I fini della regolazione. Dal primo punto di vista, vi sono sempre nuovi interessi pubblici, consacrati nella legislazione degli ultimi decenni, che si sono tradotti in nuovi vincoli, nuove regolazioni, nuove forme di condizionamento. Si pensi, per esempio, alla tutela del consumatore, alla prevenzione dei reati, al sistema del decreto legislativo n. 231 del 2001, alla sicurezza del lavoro, al

bilancio sociale, alla tutela dell'ambiente. A quest'ultimo riguardo, è particolarmente significativa la recente modifica dell'articolo 41 della Costituzione, che parla ora di funzionalizzazione dell'attività dell'iniziativa economica a fini ambientali. Sembra evidente che vi è un ampliamento dei fini, degli interessi pubblici tutelati dalle norme che costituiscono il regime amministrativo dell'impresa.

Questa estensione è ben rispecchiata dall'evoluzione della disciplina del *golden power*, che prima era limitato a pochi interessi pubblici – la difesa, la sicurezza nazionale, le infrastrutture di trasporto, energia, telecomunicazione – e poi si è gradualmente ampliata, includendo vari altri settori. L'ampliamento ha riguardato sia i tipi di operazione, sia gli interessi considerati. È stata anche aggiunta la disciplina della cyber sicurezza, sul cui rapporto con quella del *golden power* si osserverà qualcosa alla fine di questo scritto. In più, si è aggiunta la prospettiva europea: è stato presentato recentemente un pacchetto di misure nell'ambito della sicurezza europea, che prevede tra l'altro un'intensificazione della disciplina del *golden power*.

3. Gli strumenti della regolazione. Dal secondo punto di vista, le tecniche attraverso le quali il legislatore interviene sulla vita delle imprese sono, a loro volta, sempre più numerose. Si moltiplicano gli obblighi di informazione a carico delle imprese: si pensi alla disciplina della lotta al riciclaggio finanziario, agli obblighi di trasparenza che vengono imposti a chi riceve finanziamenti pubblici o, da ultimo, alla disciplina sul titolare effettivo dei patrimoni affidati a *trust* e negozi fiduciari.

Anche in questo, la disciplina del *golden power* è coerente con la tendenza generale: vi è l'obbligo di notifica, che è appunto un obbligo di informare l'amministrazione pubblica.

Ma ci sono anche altre forme, altri strumenti di ingerenza delle regolazioni pubblicistiche sulla vita delle imprese. A volte queste regolazioni incidono sulla stessa organizzazione e sulla gestione delle imprese: l'esempio migliore è quello della recente disciplina della crisi di impresa, che richiede alle imprese di avere

assetti adeguati per la prevenzione della crisi. Già in precedenza c'era la disciplina del decreto 231, che incentiva fortemente l'elaborazione di modelli di organizzazione e di gestione per la prevenzione dei reati e l'istituzione di un organismo di vigilanza. Altre discipline impongono alle imprese di avere determinati uffici, come il responsabile per la sicurezza del lavoro e il responsabile per la mobilità. Si pensi ancora a certe discipline speciali, come quelle che richiedono a certi operatori finanziari di osservare la sana e prudente gestione. Insomma, sono sempre più vari i modi in cui la legislazione incide sull'organizzazione e sulla gestione delle imprese. Ancora più forti, poi, sono misure come il commissariamento dell'impresa o di parte della sua attività, previste per esempio dalla disciplina in materia di prevenzione della corruzione.

Anche da questo punto di vista, la disciplina del *golden power* rispecchia la tendenza generale. Quando il relativo potere viene esercitato non con il veto ma con prescrizioni, il Governo impone alle imprese vincoli organizzativi o gestionali, per esempio l'obbligo di attribuire certe cariche a soggetti di nazionalità italiana.

Per di più, questa ingerenza viene operata con decisione di un organo politico: non si tratta di un atto politico, ma è comunque con la decisione di un organo politico. Anche se l'atto ha natura amministrativa, la natura dell'organo implica ovviamente che i criteri di esercizio della discrezionalità risentano di valutazioni politiche e che l'esercizio del potere sia caratterizzato da valutazioni ampiamente discrezionali.

Un'altra tendenza generale del diritto dell'impresa, che trova riscontro nella disciplina del *golden power*, è quella alla conformazione del potere dell'impresa. L'ambito in cui essa è più evidente è quello della disciplina *antitrust*, che in vari modi conforma i poteri dell'impresa. Si pensi agli interventi delle autorità *antitrust* nei casi di abuso di posizione dominante o, più recentemente, in quelli di abuso di dipendenza economica: se si moltiplicano i possibili abusi, evidentemente ci sono più regole sull'uso, sul corretto esercizio del potere. Si pensi anche ai programmi di *compliance* in materia di concorrenza, che le imprese spesso sono chiamate a elaborare. Ma ci sono anche altri settori: si pensi, per esempio, agli obblighi di non discriminazione imposti dal diritto dei consumatori, che comunque

condizionano l'esercizio dei propri poteri da parte delle imprese, o alla disciplina in materia di tutela dei dati personali e, da ultimo, a livello europeo, al Digital markets act, che li condiziona in vari modi.

Anche in questo caso, la disciplina del *golden power* si inserisce perfettamente in questa tendenza legislativa: essa agisce su un fondamentale potere dell'imprenditore, quello di vendere la propria impresa. È, ovviamente, una componente essenziale della condizione giuridica dell'imprenditore: ricordiamoci della definizione di proprietà dell'articolo 832 del codice civile, che comprende il potere di disporre del proprio bene. Quello di impedirne la vendita è, evidentemente, un potere estremamente invasivo. Va detto che questo potere è sempre stato usato in modo molto accorto, equilibrato e prudente: i casi di veto sono molto pochi. Quella di porre il veto rimane comunque una decisione estremamente invasiva nei confronti dell'impresa.

4. Le tecniche di regolazione. Dopo avere trattato dell'intensificazione della regolazione amministrativa dell'impresa e dell'ampliamento dei suoi fini e dei suoi strumenti, è opportuno soffermarsi sulle tecniche di regolazione, cioè sul modo in cui la disciplina del *golden power* interviene sulla vita delle imprese, anche perché a questo riguardo questa disciplina presenta qualche particolarità.

Preliminarmente, va ribadito che il contesto in cui ci si trova è quello caratterizzato dal pieno riconoscimento della libertà d'iniziativa economica, dai principi di libera circolazione imposti dal diritto europeo e anche da un certo sfavore nei confronti dell'impresa pubblica (evidente nelle previsioni del testo unico sulle società pubbliche del 2016). È significativo, al riguardo, il passaggio dalla *golden share* al *golden power*, che segnala il passaggio da una tecnica di intervento basata sull'impresa pubblica (la golden share riguardava ovviamente soltanto le società a partecipazione pubblica) a una tecnica di intervento che incide anche sull'impresa privata: un intervento pubblico, quindi, normalmente meno intenso, ma con uno spettro molto più ampio. Il contesto, dunque, vede lo Stato agire meno attraverso le proprie partecipazioni – anche se fortunatamente continuano a esservi partecipazioni statali in società importanti – e più come

regolatore; più attraverso poteri amministrativi che attraverso i poteri del privato azionista.

Lungi dal ridursi, quindi, cresce l’importanza della disciplina amministrativa dell’impresa. Per quanto riguarda le tecniche di regolazione, due distinzioni sono utili.

Una prima distinzione è quella fra le tecniche di regolazione più tradizionali, basate sul *command and control* e quelle basate sugli incentivi. Le prime implicano l'imposizione di regole, di obblighi o di divieti e il controllo sul loro rispetto. Le seconde sono meno invasive, più morbide nei confronti dei soggetti regolati. In molti settori, la disciplina si è spostata più o meno decisamente verso se seconde: si pensi all'energia, con gli incentivi alla produzione di energia da fonti rinnovabili, o agli ausili finanziari in vari altri settori, come l’agricoltura.

In materia di *golden power*, invece, la tecnica di regolazione è molto tradizionale: c’è il potere amministrativo che impone un divieto o una prescrizione.

L'altra distinzione è quella fra la regolazione attraverso atti normativi o generali e quella attraverso atti puntuali. Proprio per le ragioni di tutela della concorrenza e della libertà economica, la disciplina amministrativa dell'impresa tende a concretarsi più in poteri generali che in poteri puntuali: si pensi alla diffusione di regolamenti, piani, prescrizioni generali, autorizzazioni generali in luogo delle autorizzazioni puntuali e così via. Questa tecnica, ovviamente, è più rispettosa del principio di imparzialità ed evita il rischio che il potere amministrativo venga esercitato in modo discriminatorio.

Anche da questo punto di vista, la disciplina del *golden power* è un po' in controtendenza, perché si basa non su norme generali, ma su valutazioni caso per caso: valutazioni puntuali relative alla singola impresa, al singolo *asset*, alla singola operazione. Questo, naturalmente, rende il relativo potere particolarmente delicato ed esalta l’importanza del controllo giurisdizionale. Il fatto che finora questo potere sia stato sempre esercitato in modo equilibrato non fa venire meno l’esigenza di controlli adeguati sull’esercizio di un potere puntuale, inevitabilmente discrezionale, affidato a un'autorità politica.

5. L'assetto normativo. È opportuna, infine, qualche considerazione sull'assetto normativo di questa disciplina.

Innanzitutto, la disciplina del *golden power* è una disciplina sempre più europea, non diversamente da quanto avviene in termini più generali per la disciplina delle regolazioni amministrative dell'impresa. Tuttavia, questa è una materia nella quale il diritto europeo mostra il suo volto più invadente, il suo volto "cattivo" nei confronti delle imprese. Noi siamo abituati a considerare il diritto europeo come fonte di libertà economica, di apertura dei mercati, di liberalizzazione, ma questo vale soprattutto quando il diritto europeo conforma i poteri regolatori nazionali, cioè quando il regolatore europeo vuole limitare i poteri degli Stati membri.

Quando, invece, la regolazione amministrativa proviene essa stessa da una fonte europea, allora il diritto europeo mostra il suo volto invadente nei confronti delle imprese e produce una regolazione obiettivamente penetrante. Da questo punto di vista, il cambio di atteggiamento che l'Unione europea ha avuto in materia di controllo degli investimenti esteri diretti è significativo. Prima, quando la disciplina del *golden power* era una disciplina nazionale, vi è stato un atteggiamento sospettoso; poi un atteggiamento tollerante, anzi incoraggiante quando è stato adottato il regolamento del 2019; adesso, con il prossimo regolamento, il diritto europeo si accinge addirittura a imporre agli Stati membri di avere un meccanismo di controllo sui investimenti esteri diretti. La disciplina europea, in effetti, tende sempre più a conformare l'esercizio del potere statale, non solo nel senso di rendere necessario un meccanismo di controllo, ma anche nel senso di spostare l'equilibrio fra gli Stati membri e la Commissione, attribuendo un ruolo maggiore alla seconda nelle decisioni sull'esercizio del potere in esame.

Un'ultima osservazione riguarda invece la disciplina nazionale. Nonostante siano norme relativamente ben scritte e ben applicate, credo che ci si debba porre il problema dell'assetto normativo.

La disciplina del *golden power* è stata introdotta da un decreto-legge, che è stato modificato e integrato con articoli inseriti da altri decreti-legge: fare tutto con decreti-legge non è il modo migliore per introdurre le norme nell'ordinamento giuridico. È vero che questo modo frettoloso di scrivere le norme ha prodotto risultati ben peggiori di questa disciplina, ma anche in materia di *golden power* c'è un problema di coordinamento tra norme e di leggibilità di esse. Sono norme complesse, che potrebbero essere scritte in modo più semplice, in un ordine migliore, armonizzandosi meglio tra loro e con un migliore coordinamento con le altre norme generali sulla disciplina dell'impresa.

Un esempio di disciplina frettolosa e non ben coordinata è quella, a cui si è già fatto riferimento, della cybersicurezza, che è stata introdotta con un articolo "bis" nel decreto-legge sul *golden power*, ma che in realtà regola una materia abbastanza diversa: in materia di cyber-sicurezza il problema non è di investitori stranieri che comprano imprese italiane, ma di imprese italiane che comprano beni e servizi. Le imprese italiane, quindi, sono compratrici, spesso di tecnologia straniera, e non comprate da stranieri. Da questo punto di vista la nostra disciplina è un po' disomogenea da quella di altri Stati membri, proprio perché adotta il modello *golden power*, con le peculiarità che ho descritto, anche per la disciplina della cybersicurezza e, quindi, prevede una decisione da parte di un organo politico, mentre in altri paesi la decisione è adottata da un organo amministrativo.

La gestione del cyberischio in ambito societario: un confronto tra Stati Uniti ed Europa

di **Marco Coluzzi**

SOMMARIO: 1. Contesto di riferimento e approccio alla disciplina del c.d. cyber rischio. – 2. La disciplina statunitense: le SEC Rules. – 3. La disciplina europea: il DORA. – 4. Un confronto tra i due approcci regolatori *de jure condito*. – 5. Ulteriori riflessioni comparatistiche *de jure condendo*: la situazione in Europa e negli Stati Uniti.

Abstract

Nowadays, cybersecurity represents a significant part of the corporate governance system and has also become a fundamental component in terms of market stability. Therefore, from a policy standpoint, the regulators face the issue of how to approach the so-called "cybersecurity risk management", which can be seen and addressed either from an "entrepreneurial" perspective or from a "systemic risk" perspective. This different understanding of risk has produced two different regulatory approaches in the US and Europe.
In the United States, the Securities and Exchange Commission, focusing on market disclosure, in July 2023 approved the rules on "cybersecurity risk management, strategy, governance, and incident disclosure" for listed companies. Additionally, US case law is evolving to consider the failure to monitor IT systems as a violation of directors' fiduciary duties. In Europe, the awareness that cyber risk can represent a structural and systemic risk has led in December 2022 to the adopting of the regulation on "digital operational resilience for the financial sector" (DORA) for financial entities.
This paper aims to provide some preliminary reflections on the issue of cybersecurity risk management from the US and European regulatory standpoints, as well as to explore potential points of contact between these regulatory frameworks, evaluating whether and which elements each legal system could or should take from the other.

1. 1. Contesto di riferimento e approccio alla disciplina del c.d. cyber rischio. Nel mondo moderno il tema della c.d. cybersicurezza[1] trascende ormai l'ambito puramente tecnico per incidere – tra l'altro – sulla continuità operativa ed aziendale[2]. Lo stesso tema – oltre a rivestire carattere critico nella prospettiva della *governance* societaria – si sta allargando a componente

[1] V., in generale, N. Michieli, *Cybersecurity e gestione del rischio ICT: l'impatto sulla corporate governance*, in *Banca, impresa, società*, 2024, 2 ss.
[2] OECD, *OECD Policy Framework on Digital security: Cybersecurity for Prosperity*, dicembre 2022, disponibile *online* all'indirizzo: https://read.oecd-ilibrary.org/science-and-technology/oecd-policy-framework-on-digital-security_a69df866-en#page1. V. anche G. Schneider, *La resilienza operativa digitale come materia di* corporate governance*: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Riv. Corp. Gov.*, 2022, 555.

fondamentale in termini di stabilità dei mercati, tanto è vero che, anche a segno della consapevolezza delle Autorità di vigilanza sul tema (soprattutto dal punto di vista della regolamentazione finanziaria), nella rappresentazione integrata dei rischi aziendali a fini prudenziali il "rischio informatico" è ormai considerato tra i rischi operativi, reputazionali e strategici[3]. È vero, infatti, che una quota via via crescente dell'attività economica dipende dai sistemi tecnici ed informatici, per cui l'eventuale interruzione degli stessi può avere effetti significativi su (ma non solo) gli emittenti quotati e, nel caso di attacchi su larga scala, addirittura effetti sistemici sul sistema economico nel suo complesso. Ed infatti, il rischio legato alla sicurezza dei sistemi informatici assume la valenza di "rischio sistemico"[4] posta la marcata interconnessione tra le istituzioni finanziarie unitamente alla tendenza delle stesse alla digitalizzazione, fattori che rendono globale la portata di un possibile *cyber attack*[5].

In tale scenario, l'evidenza empirica dimostra come negli ultimi anni si sia verificato un aumento sostanziale degli incidenti di sicurezza informatica, spinto da diversi fattori, tra cui, per citarne alcuni, l'aumento del lavoro a distanza (stimolato dalla pandemia) e la crescente dipendenza da fornitori di servizi terzi per i servizi di tecnologie dell'informazione e della comunicazione (di seguito, anche, "**TIC**" o "**ITC**")[6].

---

[3] Cfr. P. CIOCCA, *Workshop Università Cattolica del Sacro Cuore e Consob «Cyber Security, Market Disclosure & Industry». Intervento del Commissario Consob Paolo Ciocca*, 27 febbraio 2023 (disponibile *online* all'indirizzo: https://www.consob.it/documents/1912911/2129425/intervento_Ciocca_20230227.pdf/3bd26698-5c6a-4e72-0984-007c2e36e6b7).

[4] Per «rischio sistemico» si intende «*un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per l'economia reale dell'Unione o di uno o più dei suoi Stati membri e per il funzionamento del mercato interno. Tutti i tipi di intermediari, mercati e infrastrutture finanziari sono potenzialmente importanti in certa misura per il sistema*» (art. 2, comma 1, lett. c) del Regolamento (UE) n. 1092/2010 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 24 novembre 2010 che ha istituito il Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS).

[5] Cfr. A. PERRONE-I. GIRARDI, *Innovazione tecnologica e stabilità finanziaria*, in M. CIAN-C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, Cedam, 2024, 28. Enfatizzando tale prospettiva "globale", gli Autori riportano il seguente esempio: «*invece di rapinare un contro, una filiale o una impresa, un aggressore è nelle condizioni di rapinare o attaccare tutti i conti e tutte le filiali, di molteplici imprese, in molteplici ordinamenti e nello stesso momento*».

[6] Cfr. negli USA la proposta del 9 marzo 2022 della *Securities and Exchange Commission* di alcune *rules* sulla "*Cybersecurity Risk Management, Strategy, Governance, and Incident Disclosure, Release No. 33-11038*".

In aggiunta, i costi e le conseguenze negative (anche in termini di potenziali contenziosi) degli incidenti di sicurezza informatica per le società sono notevolmente aumentati e non rappresentano più un elemento trascurabile[7].

Da un punto di vista di *policy*, dunque, si pone il tema per il regolatore di come approcciare la disciplina del c.d. *cyber* rischio. Ma, a sua volta, questa decisione è funzione della differente declinazione che il plurivoco termine "*cyber* rischio" può assumere. Invero:

- se lo si guarda sotto il profilo "imprenditoriale", tale rischio riguarda qualunque tipo di impresa (e non, quindi, solo quelle "finanziarie")[8];
- viceversa, se lo si approccia sotto il profilo del rischio "sistemico", di rilievo prevalente per le istituzioni finanziarie, la prospettiva "*ex ante*", in funzione impeditiva di un'eventuale propagazione del rischio, diventa prevalente[9].

Tale differente concezione del rischio ha prodotto, tra i vari possibili[10], due differenti approcci regolatori negli USA e in Europa.

Per quanto riguarda gli Stati Uniti, il 26 luglio 2023, la *Securities and Exchange Commission* (di seguito, anche, "**SEC**") ha adottato la versione finale

---

[7] *Ibid*.

[8] Il rischio in questione, ad esempio, riguarda l'impresa a cui vengono sottratti i dati sensibili dei propri clienti, la quale subisce, quindi, un danno reputazionale, perde quote di mercato e si espone a contenziosi, ovvero, per altro verso, l'impresa che subisce un grave attacco informatico ed è costretta ad interrompere la produzione (con, tra le altre cose, effetti negative sulle vendite). In tale prospettiva, l'attacco informatico rileva come una sorta di "*material adverse event*" che può essere fronteggiato sia *ex ante*, sul piano organizzativo della singola impresa (ossia quello delle misure interne finalizzate a gestirlo), sia *ex post*, in prospettiva più di mercato (quantomeno per gli emittenti quotati), come informazione sensibile qualora l'incidente informatico effettivamente si realizzi.

[9] Richiamata la nozione di rischio sistemico di cui alla nota 4 *supra*, si osserva che il rischio in questione è quello, ad esempio, cui è esposta una banca che subisce un attacco informatico su larga scala, con fuga di dati, blocco dei sistemi, *etc*., con la conseguenza che tale attacco spaventa e/o spazientisce i correntisti, innescando pressanti richieste di rimborsi e provocando una c.d. *bank run* e con essa, persino, il collasso della banca stessa (che, appunto, se propagato ad altri istituti finanziari rischia di innescare l'effetto sistemico in questione). In questa prospettiva, come è stato notato in dottrina, il rischio cyber esula dalla tradizionale categoria del rischio operativo relativo alla singola istituzione finanziaria ed assume i tratti di una possibile minaccia alla fiducia nel funzionamento del sistema finanziario e quindi della sua stabilità. Cfr. A. PERRONE-I. GIRARDI, *op. cit*., 28.

[10] Vedasi, peraltro, in Italia, il disegno di legge n. 1717 approvato dalla Camera dei Deputati il 15 maggio 2024 recante "*disposizioni in materia di rafforzamento della cybersicurezza nazionale e reati informatici*", che enfatizza la prospettiva penalistica (apportando principalmente modifiche al codice penale e al codice di procedura penale).

delle *rules* su «*cybersecurity risk management, strategy, governance, and incident disclosure*» per le società quotate (di seguito, anche, "***Rules***" o "**SEC *Rules***")[11]. A tali *Rules*, come si dirà nel prosieguo, va necessariamente aggiunto il formante giurisprudenziale (pur in evoluzione), dato che, nei sistemi di *common law*, il *case law* può essere elevato, per certi versi, ad approccio regolatorio.

Dal punto di vista europeo, invece, la consapevolezza che il rischio *cyber* può rappresentare un rischio "strutturale" e sistemico si è tradotta, per quanto di interesse in questa sede[12], per tutti i soggetti "finanziari" rientranti nell'ambito di applicazione della disciplina, nell'emanazione, nel dicembre 2022, del Regolamento UE 2022/2554 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 dicembre 2022, relativo alla resilienza operativa digitale per il settore finanziario (di seguito, anche, "**DORA**")[13] che, a partire dalla sua entrata in vigore (prevista nel gennaio 2025), mira ad innalzare gli *standard* comuni di sicurezza informatica per tutto il settore finanziario, accentrando la vigilanza dei fornitori terzi di servizi critici TIC.

Ciò premesso, il presente contributo mira a fornire alcuni preliminari spunti di riflessione sulla questione del c.d. *cybersecurity risk management* dal punto di vista della regolamentazione americana ed europea nonché a cercare potenziali punti di contatto tra queste discipline, valutando anche se e quali elementi ciascun sistema legale potrebbe o dovrebbe prendere in considerazione dall'altro.

---

[11] Per un primo commento sulle *Rules* (seppur con riferimento alla proposta del 9 marzo 2022), v. G. SCHNEIDER, S.*E.C. Proposal: Cybersecurity Risk Management Rule*, in *Quaderni Assosim*, 2023, I, 41. V. anche P. CIOCCA, *op. cit*.

[12] Si osserva che tale consapevolezza si è anche dapprima tradotta con riguardo al settore bancario, nella pubblicazione, da parte dell'*European Banking Authority* (di seguito, anche, "**EBA**"), il 28 novembre 2019, degli "*Orientamenti sulla gestione dei rischi relativi alle tecnologie dell'informazione (ICT) e di sicurezza*", a cui sono seguiti, nel novembre 2022, in Italia, significativi interventi sulla Circolare della Banca d'Italia n. 285/2013 (di seguito, anche, "**Circolare 285**"), volti a modificare il Capitolo 4 "*Il sistema informativo*" e il Capitolo 5 "*La continuità operativa*" del Titolo IV della Parte Prima.

[13] Come osservato (N. MICHIELI, *op. cit*., 10-11), le disposizioni del DORA si inseriscono in un tessuto normativo già articolato. Esse, infatti, sono state predisposte alla luce delle proposte già avanzate dall'*European Supervisory Authority* (ESA), dall'EBA, dall'*European Securities and Markets Authority* (ESMA) e dall'*European Insurance and Occupational Pensions Authority* (EIOPA). A livello europeo, le disposizioni del DORA si dovranno, inoltre, confrontare anche con le numerose altre disposizioni applicabili nei vari segmenti dei servizi finanziari oltre che, a livello nazionale, come visto, quantomeno con riferimento al comparto bancario, con la Circolare 285.

2. La disciplina statunitense: le SEC *Rules*. Come anticipato, negli Stati Uniti, il tema della cybersicurezza è affrontato nelle *Rules*, il cui testo finale adottato nel luglio 2023 è frutto dell'approvazione di una proposta presentata nel marzo 2022 dalla SEC[14], con cui quest'ultima intendeva riformare le alluvionali regole esistenti in materia di cybersicurezza, consapevole che le minacce e gli incidenti digitali si connotano per un crescente grado di rischiosità «*to public companies, investors, and market participants*»[15].

Per quanto qui d'interesse, in sintesi, le *Rules* richiedono agli emittenti quotati di:

(i) in primo luogo, comunicare tempestivamente (entro quattro giorni) ogni incidente cibernetico che ritengano, a loro giudizio, "*material*", descrivendone, da un lato, la natura, la portata e le tempistiche e, dall'altro lato, l'impatto attuale o prospettico sulle condizioni finanziarie e sull'operatività dell'emittente;

(ii) in secondo luogo, redigere un *report* con cadenza annuale per descrivere: (a) le procedure che gli emittenti abbiano eventualmente adottato per valutare, identificare e gestire i rischi "*material*" derivanti da minacce cibernetiche; e (b) l'attività di "supervisione" svolta dagli amministratori della società, nonché il loro ruolo ed esperienza nella gestione dei rischi derivanti dalle minacce cibernetiche;

(iii) in terzo luogo, inviare alla SEC delle comunicazioni periodiche (annuali) riguardo alla *disclosure* al mercato sugli incidenti cibernetici

[14] V. *supra*, nt. 6.

[15] La proposta, a sua volta, era frutto di orientamenti interpretativi emanati dalla SEC nel 2011 e 2018, ancora una volta alla luce dell'assenza di adeguate regole di settore, e mirava a consentire agli investitori di valutare adeguatamente l'esposizione degli emittenti quotati ai rischi legati alla cybersicurezza e ai relativi incidenti, nonché la loro abilità nel gestire e mitigare i suddetti rischi. Come osservato dal Chairman della SEC Gary Gensler nel comunicato stampa del 27 luglio 2023 «[w]*hether a company loses a factory in a fire – or millions of files in a cybersecurity incident – it may be material to investors* […] [c]*urrently, many public companies provide cybersecurity disclosure to investors. I think companies and investors alike, however, would benefit if this disclosure were made in a more consistent, comparable, and decision-useful way. Through helping to ensure that companies disclose material cybersecurity information, today's rules will benefit investors, companies, and the markets connecting them*».

che gli emittenti divulghino in una giurisdizione estera.

Al riguardo, mentre è stato osservato che le nuove norme migliorano certamente la trasparenza sui rischi di cybersicurezza che possono causare impatti negativi sui mercati dei titoli (e, dunque, per tale ragione, rappresentano un elemento di interesse per la conoscenza degli investitori), le *Rules* – nell'ampia fase di consultazione – non sono andate esenti da critiche[16].

In ogni caso (e fermo restando quanto sopra), va osservato che le *Rules* si inscrivono armonicamente nel più ampio approccio della *securities regulation* nordamericana, ove non è presente, quantomeno a livello legislativo o regolamentare[17], un generale dovere di pronta diffusione della "*material non-public information*" (ossia un obbligo di informazione continua), ma gli obblighi di informazione gravanti sugli emittenti quotati presentano esclusivamente carattere periodico o episodico[18].

---

[16] È stato, infatti, obiettato che lo stringente frangente entro cui comunicare le informazioni dettagliate sull'attacco informatico potrebbe essere controproducente, posto che imporrebbe al *management*, in caso appunto di attacco informatico, di predisporre la documentazione da trasmettere alla SEC, rischiando di sviare l'attenzione rispetto alla reazione e risoluzione dell'incidente di cybersicurezza. Sotto altro versante, è stato rilevato che l'introduzione di obblighi di *disclosure* aggiuntivi, relativi agli aspetti di cybersicurezza, andrebbe ad alimentare la già voluminosa mole informativa messa a disposizione del pubblico, così risultando in un inefficiente *information overload* anche sul fronte della cybersicurezza. Per una sintesi delle questioni poste, v. anche G. SCHNEIDER, *S.E.C. Proposal*, cit., 41.

[17] Sul punto, v. S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020, 1470. La differenza, certamente significativa, non va, però, oltremodo enfatizzata in quanto obblighi di *disclosure* su base continua sono contenuti nelle *listing rules* delle più importanti borse nordamericane: il regolamento di borsa del *New York Stock Exchange* impone ad esempio alle società quotate sui propri listini l'obbligo di diffondere rapidamente al pubblico qualsiasi notizia o informazione che possa incidere significativamente sul mercato dei titoli della società (cfr., ad esempio, *NYSE Listed Company Manual*, 202.05). La giurisprudenza ha poi elaborato una serie di doveri complementari rispetto alle prescrizioni legislative e regolamentari, come ad esempio il dovere dell'emittente di aggiornare le proprie precedenti comunicazioni quando in ragione di fatti nuovi l'informazione in esse contenuta non risulti più accurata (c.d. *duty to update*), che avvicinano di molto, nei fatti, il sistema americano a quello europeo, riducendo gli spazi entro cui a una società quotata è consentito "tacere" in presenza di fatti nuovi rilevanti. V., *ex multis*, J.D. COX-R.W. HILLMAN-D.C. LANGEVOORT-A.M. LIPTON, *Securities Regulation. Cases and Materials*, New York, Aspen Publishing, 2021, 551 ss.

[18] Di converso, nell'Unione Europea il Regolamento (UE) n. 596/2014 (di seguito, anche, "**MAR**") impone agli emittenti di rendere pubbliche «*quanto prima possibile*» le "informazioni privilegiate" o "*price-sensitive*". Tale obbligo di pronta divulgazione delle informazioni è generalmente considerato un obbligo informativo "continuo", in quanto gli emittenti sono tenuti a comunicare al pubblico le informazioni privilegiate non appena si presentano e si distingue, pertanto, dagli obblighi di comunicazione a carattere "periodico" (*e.g.*, le relazioni finanziarie di cui, in Italia, all'art. 154-*ter* del Testo Unico della Finanza) e da quelli a carattere "episodico" (*e.g.*, fusioni o significativi mutamenti patrimoniali).

3. La disciplina europea: il DORA. Dal punto di vista europeo, a differenza degli Stati Uniti, ad oggi non sussiste alcuno specifico obbligo di *disclosure* dei rischi legati alla cybersicurezza e dei relativi incidenti per le società che abbiano subito un attacco cyber. Ciò – come si ritiene e come si dirà (v. par. 5.2 *infra*) – naturalmente nel presupposto che l'evento *cyber* non integri di per sé i requisiti per qualificare l'informazione come privilegiata; nel qual caso l'obbligo – ad esempio di predisporre un comunicato concernente l'avvenuto incidente informatico – continua ad essere presente anche in relazione ad informazioni od eventi legati alla cybersicurezza.

Dall'altro lato, però, come detto, sempre a differenza degli Stati Uniti, in Europa la consapevolezza che il rischio *cyber* può rappresentare un rischio "strutturale" negli attuali modelli di *business* e, quantomeno in alcuni settori, un rischio di potenziale impatto sistemico (non più relegabile, quindi, alla sola sfera dei rischi operativi) si è tradotta, per tutti i soggetti "finanziari" nel DORA.

Al riguardo, si osserva anzitutto che il DORA si applica a un ampio novero di operatori finanziari[19] e , oltre a contemplare un ampliamento del raggio e dell'incisività dei poteri di sorveglianza in materia di sistemi informatici, prevede – per quanto di interesse in questa sede – un rafforzamento delle responsabilità delle società finanziarie e, in particolare, dei corrispondenti organi gestori relativamente alla identificazione e gestione dei rischi informatici[20].

---

[19] Quali enti creditizi, istituti di pagamento, prestatori di servizi di informazione sui conti, istituti di moneta elettronica, imprese di investimento, fornitori di servizi per le cripto-attività, depositari centrali di titoli, controparti centrali, sedi di negoziazione, repertori di dati sulle negoziazioni, gestori di fondi di investimento alternativi, società di gestione, fornitori di servizi di comunicazione dati, imprese di assicurazione e di riassicurazione, intermediari assicurativi, intermediari riassicurativi e intermediari assicurativi a titolo accessorio, enti pensionistici aziendali o professionali, agenzie di rating del credito, amministratori di indici di riferimento critici, fornitori di servizi di *crowdfunding*, repertori di dati sulle cartolarizzazioni. Inoltre, il DORA si applica ai fornitori di servizi ICT. V. art. 2 DORA.

[20] In sintesi, le previsioni del DORA hanno ad oggetto: (i) il consolidamento dei compiti e delle responsabilità degli organi di gestione delle società finanziarie coinvolte, con particolare riguardo agli standard di sicurezza informatici e all'adattamento delle relative politiche di controllo; (ii) l'affidamento ad un organo di controllo indipendente delle responsabilità della gestione e sorveglianza dei rischi ICT, oltre alla possibilità di esternalizzare la funzione compliance in materia di gestione dei rischi informatici; (iii) il rafforzamento delle misure volte a garantire la continuità operativa dell'ente finanziario, mediante la predisposizione di analisi volte a prevedere gli impatti che eventuali gravi criticità nelle funzioni commerciali, nei processi di supporto, nelle dipendenze

L'obiettivo è quello di garantire condizioni di parità in punto di *governance* dei rischi tecnologici[21], dando diretta attuazione alle indicazioni delle autorità europee di vigilanza che avevano sottolineato la necessità di un superamento del quadro frammentario in materia di rischi TIC nel settore finanziario[22].

Di tal guisa, è sancito il principio della «*piena e principale responsabilità dell'organo di gestione per la gestione dei rischi informatici dell'entità finanziaria*»[23], che comporta il «*costante coinvolgimento dell'organo di gestione a controllare il monitoraggio della gestione dei rischi informatici*»[24]. Ed infatti, il DORA, piuttosto che "relegare" la cybersicurezza a mero obbligo di *compliance*, assegna all'organo con funzione di supervisione strategica specifici doveri di conformazione dell'organizzazione societaria alla gestione dei rischi informatici. Il DORA si innesta quindi sul fondamentale assunto normativo che la cybersicurezza, intesa in senso lato come la «*sicurezza dei sistemi informatici e di rete, di eventuali strumenti o processi dipendenti dalle tecnologie*»[25], sia materia di competenza – nel passaggio iniziale della definizione del quadro di gestione e di controllo interno, nel momento fisiologico della supervisione tecnologica, e da ultimo nell'eventualità patologica della responsabilità – del consiglio di amministrazione[26]. Il rischio ICT viene quindi gestito dall'organo

---

da terzi e/o nei patrimoni informativi individuati e censiti, nonché nelle loro interdipendenze possono avere sulle attività aziendali.

[21] V. G. SCHNEIDER, *IA, rischi d'impresa e le (mancate) risposte del diritto... DORA per tutti?*, in N. ABRIANI-R. COSTI (a cura di), *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*, Milano, Giuffrè, 2023, 141.

[22] V. *supra*, nt. 13. Il DORA muove quindi da una definizione di «*rischi informatici*» molto ampia per tali intendendosi «*qualunque circostanza ragionevolmente identificabile in relazione all'uso dei sistemi informatici e di rete che, qualora si concretizzi, può compromettere la sicurezza dei sistemi informatici e di rete, di eventuali strumenti o processi dipendenti dalle tecnologie, di operazioni e processi, oppure della fornitura dei servizi causando effetti avversi nell'ambiente digitale o fisico*» (Art. 3, n. 5, DORA).

[23] Considerando 46 DORA.

[24] Considerando 45 DORA.

[25] Art. 3(5) DORA.

[26] G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 566. Il consiglio di amministrazione si assume così «*la responsabilità finale per la gestione dei rischi informatici dell'entità finanziaria*» (cfr. art. 4 DORA) e deve adempiere a specifici doveri organizzativi e informativi in materia di resilienza operativa digitale. Questi doveri si riflettono a loro volta in un più generale dovere di intervento da parte dei componenti dell'organo amministrativo rispetto alle infrastrutture tecnologiche impiegate, che vengono ora incluse nel fulcro delle strategie di *governance* dell'impresa finanziaria. È il consiglio di amministrazione ad avere infatti il compito di definire politiche «*miranti a garantire il*

amministrativo al pari di tutti gli altri rischi di impresa che le entità finanziarie sono solite prevenire, monitorare o gestire (rischio di liquidità, di integrità del capitale etc.).

In tale prospettiva, per quanto di interesse, è prevista la necessità di dotarsi di un processo di gestione degli incidenti connessi alle tecnologie informatiche che deve assicurare «*la segnalazione agli alti dirigenti interessati almeno degli incidenti gravi connessi alle TIC*» nonché informare «*l'organo di gestione almeno in merito a detti incidenti, illustrandone l'impatto e la risposta e i controlli supplementari da introdurre*»[27].

Così, come parte dell'approccio regolatorio, il Regolamento richiede all'organo gestorio di istituire appositi canali di comunicazione con i ruoli competenti per l'IT ed è previsto – in termini di *reporting* verso l'organo amministrativo – un obbligo di segnalazione e di informativa: (i) in merito alle risultanze dei *test* sulla resilienza operativa digitale[28], e (ii) degli incidenti gravi connessi alle tecnologie, nonché dell'impatto di questi, della risposta e dei controlli supplementari da introdurre[29].

4. Un confronto tra i due approcci regolatori *de jure condito*. Richiamato, per i fini che qui interessano, il contenuto, da un lato, delle *Rules* e, dall'altro lato, del DORA, può essere utile confrontare i due approcci regolatori, ponendo fin da subito l'attenzione – in logica di giustapposizione – sulla circostanza che la disciplina europea, a differenza delle *Rules*, non affronta il

---

mantenimento di standard elevati di disponibilità, autenticità integrità e riservatezza dei dati» (cfr. art. 5, co. 2, lett. *b*), DORA).

[27] Art. 17, co. 3, lett. *e*), DORA.

[28] In questo caso l'obbligo è a carico del personale di grado più elevato addetto all'IT.

[29] Al riguardo, gli assetti informativi così configurati mirano a garantire che gli amministratori siano adeguatamente informati in materia di sicurezza informatica in conformità al precetto generale di cui all'art. 2381, co. 5, c.c. (ai sensi del quale «[g]*li organi delegati curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa e riferiscono al consiglio di amministrazione e al collegio sindacale, con la periodicità fissata dallo statuto e in ogni caso almeno ogni sei mesi, sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per le loro dimensioni o caratteristiche, effettuate dalla società e dalle sue controllate*»), che nel Regolamento DORA viene declinato come un vero e proprio dovere di vigilare sulla *governance* dei dati e, più in generale, degli strumenti tecnologici impiegati. Cfr. G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 571.

tema della *market disclosure*, mentre reca disposizioni in materia di *governance* dei rischi cibernetici, con particolare attenzione sul ruolo dell'organo di gestione delle società finanziarie.

Nello specifico, in USA, alla luce dell'obbligo di *disclosure* posto dalle *Rules* (il quale, però, beninteso non è concepito solo come *disclosure* "ad evento", ma anche come *reporting* a cadenza annuale), la prospettiva appare essere incentrata su un profilo di informativa al mercato. Di converso, in Europa la regolamentazione affronta il medesimo tema della cybersicurezza dal punto di vista dell'assetto di *governance* interno – seppur di soggetti giuridici per così dire "qualificati" (e, peraltro, attraverso un approccio "orizzontale", ossia indipendentemente dall'attività svolta nello specifico e dal tipo di tecnologia impiegata) come le società finanziarie[30] – incidendo su tasselli essenziali della dimensione endosocietaria degli stessi, quali il dovere di istituzione di assetti adeguati, il dovere di agire informato nonché le competenze dell'organo amministrativo[31].

In altri termini, le *Rules* sono volte a rendere gli investitori (e, più diffusamente, gli *stakeholders*) edotti (e, dunque, a metterli nelle condizioni di giudicare consapevolmente) della capacità delle aziende di gestire le crescenti minacce informatiche e di quanto tali minacce impattano sulla redditività dell'azienda (ossia, in definitiva, sul rendimento dei loro investimenti). La regolamentazione europea, invece, elegge la *governance* societaria quale sede più effettiva di presidio dei rischi tecnologici da cui viene a dipendere la resilienza operativa delle società finanziarie e, di riflesso, la stabilità e l'integrità del sistema finanziario nell'era digitale[32].

Dunque, il rischio cibernetico nella prospettiva degli Stati Uniti è affrontato – verso l'esterno – in termini di *disclosure* al pubblico delle informazioni, mentre in Europa viene "endosocietarizzato" (quantomeno per le istituzioni finanziarie) – nella dimensione, appunto, interna – nel contesto più ampio degli obblighi

[30] Come definite nell'art. 2, co. 1, DORA.
[31] G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 559.
[32] *Ibid*., 563.

dell'organo di gestione di predisposizione di assetti adeguati[33].

Tale differenza di approccio rispecchia anche la differente *ratio* e nomogenesi delle due discipline.

Invero, soffermando l'analisi nello specifico sul DORA – che non si rivolge agli emittenti quotati – il regolatore europeo ha inteso fare della materia della cybersicurezza autonomo oggetto di regolazione settoriale – insieme, per quanto si tratta di iniziative tra loro eterogenee, alla disciplina sulle cripto-attività contenuta nel Regolamento MICA[34] e alla definizione di un quadro normativo sulle infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia di registro distribuito cristallizzato nel c.d. Regime Pilota[35] – nell'ambito della Strategia per la finanza digitale[36]. Ciò in quanto, come era già stato messo in luce nel 2020 dal Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS), l'elevato livello di interconnessione tra entità finanziarie, mercati finanziari e infrastrutture del mercato finanziario, e in particolare l'interdipendenza dei rispettivi sistemi TIC, può costituire una potenziale vulnerabilità sistemica, dal momento che incidenti informatici localizzati possono rapidamente diffondersi da una qualunque delle numerose entità finanziarie dell'Unione all'intero sistema finanziario, senza trovare alcun ostacolo nelle frontiere geografiche[37].

Di converso, negli Stati Uniti, le *Rules* si applicano agli emittenti quotati in

---

[33] Si esprime nel senso di una "necessità" di una lettura "societaria" dei rischi informatici all'interno del DORA, EAD., *op. ult. cit.*, 559.

[34] Regolamento (UE) 2023/1114 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 31 maggio 2023, relativo ai mercati delle cripto-attività e che modifica i regolamenti (UE) n. 1093/2010 e (UE) n. 1095/2010 e le direttive 2013/36/UE e (UE) 2019/1937.

[35] Regolamento UE 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022 relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito e che modifica i Regolamenti (UE) n. 600/2014 e (UE) n. 909/2014 e la direttiva 2014/65/UE, 2 giugno 2022, OJ L 151/1.

[36] Per una panoramica generale sul contesto della Strategia per la finanza digitale, v. V. FALCE-M. RABITTI-A. SCIARRONE ALIBRANDI-M. SIRI-F. ANNUNZIATA, in F. DONATI-A. PAJNO-A. PERRUCCI (a cura di), *Le decisioni automatizzate in materia finanziaria: una ricognizione*, in *La rivoluzione dell'intelligenza artificiale: profili giuridici*, Bologna, Il Mulino, 2022, vol. 3, 397 ss.

[37] In tale prospettiva, il rischio sistemico sussisterebbe in quanto «[g]*ravi violazioni delle TIC che si verifichino nel settore finanziario non si limitano a colpire entità finanziarie isolate, bensì spianano anche la strada alla propagazione di vulnerabilità localizzate attraverso tutti i canali di trasmissione finanziaria e possono provocare conseguenze avverse per la stabilità del sistema finanziario dell'Unione, dando luogo ad esempio a pressanti richieste di rimborsi e a una generale perdita di fiducia nei mercati finanziari*» (Considerando 3 DORA).

generale, a prescindere dal settore di appartenenza (e, quindi, non necessariamente agli operatori finanziari) e la prospettiva, come detto, è sulla *disclosure*: il rischio, anche in questi termini, potrebbe pure essere percepito come sistemico, ma la *disclosure*, piuttosto che l'adozione di adeguati assetti di *governance*, rappresenterebbe il miglior rimedio avverso tale rischio e, più in generale, il miglior strumento di tutela degli investitori e di efficienza del mercato finanziario.

Ed infatti, ancora sotto altro profilo, come accennato in premessa, si può ritenere che negli Stati Uniti il rischio cibernetico sia da inquadrare come una componente del rischio di impresa, che si riflette dunque sulla formazione dei prezzi di mercato: di qui gli specifici obblighi di *disclosure*, senza peraltro indicazione di una specifica modalità di governo del rischio cibernetico (in quanto rientrante nel *business judgment* degli amministratori). In Europa, di converso, il rischio cibernetico è visto come fattore fondamentale di efficienza (o inefficienza) della infrastruttura del mercato finanziario (ed infatti il DORA si applica solo agli operatori del mercato finanziario ed incide direttamente sugli assetti di governo di tali soggetti regolamentati): l'impressione è quindi che si voglia governare il rischio cibernetico per evitare che il funzionamento del mercato finanziario possa risentirne.

5. Ulteriori riflessioni comparatistiche *de jure condendo*: la situazione in Europa e negli Stati Uniti. Preso atto del differente approccio regolatorio, può valer la pena riflettere, ad esempio, se, a livello europeo, possa essere opportuno: (i) estendere la disciplina del DORA anche agli emittenti quotati; e/o (ii) introdurre degli obblighi di *disclosure* (soprattutto in caso di attacco informatico) equivalenti a quelli posti dalle *Rules*.

Circa il primo punto, considerata la pervasiva rilevanza del tema della cybersicurezza, un'estensione degli obblighi endosocietari di cui al DORA anche agli emittenti quotati può apparire, anche sulla scia della nascente dottrina sul

punto[38], opportuna nella logica (cui si è fatto cenno) di "responsabilizzazione" dell'organo con funzione di supervisione strategica.

Ed infatti, nel momento in cui l'impresa si integra con l'infrastruttura tecnologica, quest'ultima diviene rischio autonomo d'impresa che deve essere adeguatamente valutato e governato dall'organo amministrativo e misurato in base alle norme generali in materia societaria[39].

In tale prospettiva, come si dirà approcciando il secondo punto, la già attuale esistenza di un obbligo di *disclosure* (anche nel sistema europeo) in caso di attacco informatico per così dire "*price-sensitive*" potrebbe non essere di per sé sufficiente a "gestire" il rischio cibernetico se l'impresa non integra anche un sistema di *governance* che – attraverso altresì i flussi informativi tra le funzioni e l'organo di gestione – sia in grado di valutare adeguatamente il rischio e governarlo, anzitutto a livello endosocietario.

Dall'altro lato, occorre osservare che, mentre, come detto, gli sforzi sino ad oggi profusi in tema di sicurezza informatica e di informativa guardano per lo più al settore bancario e finanziario, non si può negare che la cybersicurezza acquisti un'ulteriore valenza se letta e coordinata con gli ultimi interventi relativi agli obblighi di adeguatezza degli assetti organizzativi amministrativi e contabili che il nuovo art. 2086, co. 2, c.c.[40] impone agli amministratori di tutte le società, senza alcun distinguo tra quotate e non quotate, di capitali piuttosto che di persone, e persino imprese individuali[41]. Ciò con evidenti implicazioni a livello di *policy* per l'Unione Europea, che dovrebbe essere allora volta a strutturare un (nuovo)

---

[38] Ci si riferisce alla dottrina che si è interrogata sull'impatto delle nuove tecnologie sul funzionamento societario sotto il profilo dei doveri degli amministratori (e non solo quindi per quanto attiene alle opportunità di *governance*). V., *ex multis*, N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, Il Mulino, 2021, 191 ss.; C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance, in Hast. Bus. L. J.*, 2021, 17, 67 ss.; A. SACCO GINEVRI, *Ancora su intelligenza artificiale e* corporate governance*, in Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 3, 343 ss.

[39] V. G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 565, nonché N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *op. cit*., 235.

[40] Ai sensi del quale «[l]*'imprenditore, che operi in forma societaria o collettiva, ha il dovere di istituire un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato alla natura e alle dimensioni dell'impresa, anche in funzione della rilevazione tempestiva della crisi dell'impresa e della perdita della continuità aziendale, nonché di attivarsi senza indugio per l'adozione e l'attuazione di uno degli strumenti previsti dall'ordinamento per il superamento della crisi e il recupero della continuità aziendale*».

[41] V. N. MICHIELI, *op. cit.*, 9.

paradigma generale (ed europeo) in tema di adeguati assetti organizzativi.

E, in tale prospettiva, ci si è interrogati (rispondendo in senso positivo), con riferimento alle previsioni sulla cybersicurezza di cui alla Circolare 285 (ma con conclusioni estendibili, ad avviso di chi scrive, al DORA), sull'opportunità di rendere tali principi «*un paradigma trasferibile, se del caso, anche alle società finanziarie semplici, ovvero a società quotate o persino non quotate, secondo le rispettive esigenze*»[42]. Ciò proprio «*in considerazione della fisiologicità del rischio* cyber *che, a sua volta, può divenire rischio operativo in qualsiasi tipo sociale e rispetto a società che possono svolgere qualsivoglia attività di impresa*»[43].

Del resto, parrebbe già delinearsi un *trend* in tale direzione nei nuovi Principi G20/OCSE di *corporate governance* approvati dal G20 nel settembre 2023[44].

Tali Principi, infatti, per i fini che qui interessano, intervengono in una duplice dimensione, attraverso l'integrazione dei rischi informatici nel più ampio quadro dei processi di gestione del rischio societario[45]: in primo luogo, si riconducono i rischi di sicurezza digitale tra quelli che devono essere oggetto di *reporting* finanziario, insieme a quelli di sostenibilità[46]; in secondo luogo si attribuisce la

---

[42] *Ibid*. Ciò quantomeno per le società quotate, con riferimento alle quali l'Autrice osserva che l'apertura al mercato incide anche sulla necessità di approntare maggiori tutele. Tuttavia, anche le società di piccole dimensioni e non quotate non potranno prescindere dal predisporre un'organizzazione interna capace di prevenire, ove possibile, e gestire tempestivamente questo tipo di rischi nell'ottica di tutelare, tra gli altri, l'operatività stessa della società (che un attacco cyber potrebbe mettere a rischio).

[43] *Ibid*. Osserva poi l'Autrice come, con riferimento alle società quotate, le funzioni in tema di gestione dei rischi ICT potrebbero trovare (e ciò sarebbe addirittura auspicabile) una loro naturale collocazione e devoluzione all'interno di un comitato endoconsiliare, anche appositamente costituito, ovvero all'interno del comitato quale quello di controllo e rischi ovvero potrebbero essere assegnate ad una funzione di *risk management*.

[44] OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Parigi, disponibile *online* all'indirizzo: https://doi.org/10.1787/ed750b30-en. V. anche la guida pubblicata dall'Assonime recante un'analisi dell'attuazione dei nuovi Principi G20/OSCE, disponibile *online* all'indirizzo:
https://www.assonime.it/_layouts/15/Assonime.CustomAction/GetPdfToUrl.aspx?PathPdf=https://www.assonime.it/attivita-editoriale/studi/Documents/Note%20e%20Studi%202-2024%20rev.pdf.

[45] Sul punto, v. anche G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 579.

[46] Rileva, sotto tale profilo, il principio IV.A.8. ai sensi del quale «*Users of financial information and market participants need information on reasonably foreseeable material risks that may include: risks that are specific to the industry or the geographical areas in which the company operates; dependence on commodities and supply chains; financial market risks including interest rate or currency risk; risks related to derivatives and off-balance sheet transactions; business conduct risks; digital security risks; compliance risks; and sustainability risks, notably climate-related risks*». Sul *reporting* finanziario e non finanziario, v., *ex multis*, E. DELLAROSA, *Cosa c'è*

gestione della responsabilità di tali rischi al consiglio di amministrazione[47] (se del caso anche tramite l'istituzione di un comitato tecnologico con funzioni di *advisory* all'esecutivo sulla gestione della sicurezza cibernetica e, più in generale, sui processi di trasformazione tecnologica d'impresa)[48].

Circa il secondo punto, per valutare se sia opportuno introdurre in Europa degli obblighi equivalenti a quelli discendenti dalle *Rules*, occorre ragionare se la *disclosure* immediata, prevista dalle *Rules*, (i) sia necessaria solo in quanto si tratti di un incidente di natura cibernetica; ovvero (ii) sia rilevante in quanto informazione *price-sensitive* (e, quindi, soggetta alla tipica forma di *disclosure* per le informazioni privilegiate di carattere episodico)[49].

Gli aspetti possono essere esaminati congiuntamente.

Ed infatti, sotto il primo profilo, come detto, ad oggi, non esiste un obbligo per la società che abbia subito un attacco *cyber* di darne immediata comunicazione (o entro un certo periodo) dal momento in cui ne abbia avuto conoscenza[50]. Tuttavia, non pare che l'evento cibernetico possa richiedere, in quanto tale, un'autonoma *disclosure*, in assenza di alcun requisito ulteriore (perlomeno in termini di "materialità"[51]) atto a circoscrivere una diffusione

---

dietro la «G» di Esg: una nuova governance *bancaria per la sostenibilità*, in *Bancaria*, 2023, 5 ss.; M. L. PASSADOR, *Sull'utilità della* ESG disclosure *e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità*, in *Banca, impresa, società*, 2023, 1 ss.; M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, 2023, 3 ss.

[47] Rileva, sotto tale profilo, il principio V.D.2. ai sensi del quale «[o]*f notable importance is the management of digital security risks, which are dynamic and can change rapidly. Risks may relate, among other matters, to data security and privacy, the handling of cloud solutions, authentication methods, and security safeguards for remote personnel working on external networks. As with other risks, these risks should be integrated more broadly within the overall cyclical company risk management framework*».

[48] Rileva, sotto tale profilo, il principio IV.E.2. ai sensi del quale «[s]*ome boards have also established a committee to advise on the management of digital security risks as well as on the company's digital transformation. Ad hoc or special committees can also be temporarily set up to respond to specific needs or corporate transactions*».

[49] La definizione di informazione privilegiata è contenuta nell'art. 7, par. 1, MAR, che definisce l'informazione privilegiata come «*un'informazione avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati*».

[50] Sul punto v. anche N. MICHIELI, *op. cit.*, 5.

[51] Quanto al requisito della "*materialità*", per «*informazione che, se comunicata al pubblico, avrebbe probabilmente un effetto significativo sui prezzi degli strumenti finanziari* […]" (art. 7, par. 1, lett. *b*) MAR) si intende "*un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente*

“incontrollata” (col rischio di rivelarsi perfino contraddittoria) di siffatte notizie[52].

Ed allora, muovendo al secondo profilo, è da ritenere che la *disclosure* immediata prevista dalle *Rules* sia da inquadrare, in Europa, nella fattispecie, già esistente, delle informazioni *price-sensitive* episodiche: a quel punto nulla dovrebbe cambiare rispetto al dovere – già presente nell’ordinamento comunitario – di pronta *disclosure* applicabile a qualunque informazione privilegiata[53]. In altri termini, posto che in Europa esiste un dovere di pronta diffusione delle informazioni privilegiate, il verificarsi di un incidente cibernetico potrebbe già rientrare in tale fattispecie, a patto naturalmente che lo stesso superi la soglia di materialità tale da qualificarlo come informazione *price-sensitive*.

Del resto, negli Stati Uniti, le *Rules* stesse prevedono che la valutazione sulla rilevanza dell’incidente debba avvenire senza ritardo affinché questo sia poi comunicato alla SEC entro i successivi quattro giorni lavorativi e che la comunicazione possa essere dilazionata solo laddove il Procuratore Generale degli Stati Uniti stabilisca che una *disclosure* immediata causerebbe un rischio sostanziale alla sicurezza nazionale.

Si tratta, a ben vedere, di una prospettiva funzionalmente non così dissimile da quella alla base dell’istituto del “ritardo” (nella diffusione delle informazioni) per la gestione delle informazioni *price-sensitive* prevista dal MAR[54]. Per quanto, si

---

utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento» (art. 7, par. 12, MAR).

[52] Altro problema, che dovrebbe essere risolto, è invece quello della tempistica della comunicazione dell’evento (che impatterà inevitabilmente sul valore del titolo e sul mercato) ovvero dell’individuazione del momento in cui rendere pubblico l’attacco informatico, spesso posticipato al fine di ritardare anche il danno reputazionale con una perdita di valore del titolo. V. N. MICHIELI, *op. cit*., 4.

[53] Dovere secondo cui l’emittente deve comunicare al pubblico, «*quanto prima possibile*», le informazioni privilegiate che riguardano direttamente detto emittente (art. 17, par. 1, MAR).

[54] Se infatti l’emittente, come detto, deve comunicare al pubblico quanto prima possibile, le informazioni privilegiate che lo riguardano, la disciplina MAR consente – a determinate condizioni – di ritardare la pubblicazione dell’informazione privilegiata. In particolare, ai sensi dell’art. 17, par. 4, MAR e in conformità alle Linee Guida “*Delay in the disclosure of inside information*” pubblicate dall’ESMA, è possibile ritardare la pubblicazione di un’informazione privilegiata in presenza delle seguenti condizioni: (i) l’immediata comunicazione pregiudicherebbe probabilmente i legittimi interessi dell’emittente; (ii) il ritardo nella comunicazione probabilmente non avrebbe l’effetto di fuorviare il pubblico; (iii) l’emittente è in grado di garantire la riservatezza dell’informazione privilegiata. Qualora il presupposto che ha giustificato il ritardo della pubblicazione dell’informazione venga meno, l’emittente deve tempestivamente pubblicare

potrebbe osservare, nell'Unione Europa il ritardo, con l'eccezione delle regole speciali previste per le istituzioni finanziarie, è strumentale alla tutela di interessi privati (ossia quello della società emittente a non subire il danno derivante dalla prematura diffusione dell'informazione); negli USA, al contrario, il "ritardo" in questione (se così si può definire) ha invece alla base la tutela di un interesse pubblico e quindi, pare, avere un ambito di applicazione ben più limitato di quello europeo.

Da una prospettiva opposta, interrogandosi sull'estensione agli Stati Uniti degli obblighi "in stile DORA" (oltre che naturalmente alle società finanziarie) nei confronti degli emittenti quotati, si può osservare che, mentre ad oggi in quell'ordinamento non esiste, in materia di *cybersecurity*, tanto sul piano normativo quanto in termini di *case law* specifico, un vero e proprio dovere degli amministratori di adozione di sistemi di monitoraggio e *reporting* dei rischi cibernetici al fine dell'assolvimento del dovere di agire informati, la giurisprudenza recente sembra nondimeno propendere verso la necessità di ricollegare al mancato monitoraggio sui sistemi informatici una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori nell'ambito dei c.d. "*Caremark claims*"[55].

Al riguardo, nel caso *Caremark*[56], nel 1996, la *Court of Chancery* del

---

l'informazione privilegiata, comunicando subito dopo all'Autorità di vigilanza la motivazione che ha giustificato il ritardo della pubblicazione.

[55] Sul punto, v., da ultimo, H. J. PACE-L. J. TRAUTMAN, *Mission Critical: Caremark, Blue Bell, and Director Responsibility for Cybersecurity Governance*, in *Wisc. L. Rev.*, 2022, 888 ss. La dottrina d'oltreoceano ha del resto ormai esteso le aree che sono comprese nell'acronimo ESG includendovi, nella parte relativa alla *governance*, anche la *cybersecurity* (in linea, peraltro, con l'approccio seguito nel presente contributo).

[56] *In re Caremark Int'l Inc. Derivative Litig.*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996). Per una completa ricostruzione del caso *Caremark*, v. A. MORINI, «Good Faith*», buona fede: verso "nuovi doveri" degli amministratori di s.p.a.?*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, *passim*. In estrema sintesi, nelle parole di H. J. PACE-L. J. TRAUTMAN, *op. cit.*, 889, «[u]*nder what has come to be known as a Caremark claim, corporate directors who fail to provide adequate oversight may be held liable for breaching fiduciary duties they owed the corporation. Caremark claims typically arise where corporate employees caused the corporation to engage in some unlawful conduct, and plaintiffs allege the unlawful conduct would not have taken place had directors acted properly. There are two types of Caremark claims: failure to implement ("Type I") claims and failure to monitor ("Type II") claims. Under a Type I claim, the plaintiff alleges that «the directors utterly failed to implement any reporting or information system or controls.» Under a Type II claim, the plaintiff alleges that although the board implemented controls, it «consciously failed to monitor or oversee its operations thus disabling themselves from being informed of risks or problems requiring their attention.» Conscious disregard is necessary; Caremark is a high bar*.».

Delaware ha riconosciuto la funzione di monitoraggio del consiglio di amministrazione quale attività strumentale e necessaria all'adempimento dei doveri fiduciari che su quest'ultimo gravano[57]. In sostanza, tale decisione ha dato avvio al processo di costruzione del sistema della *compliance*, da intendersi – nel contesto qui in esame – come verifica della legalità sostanziale dell'agire amministrativo[58].

Ventitré anni dopo, nel caso *Marchand v. Barnhill*[59], pur se non con riferimento al monitoraggio dei rischi cibernetici, la Corte Suprema del Delaware ha ravvisato – sotto la forma di un *Caremark claim* – una violazione dei doveri fiduciari degli amministratori per non avere predisposto un'adeguata struttura di *reporting*, tale da consentire al consiglio di essere informato su alcuni problemi di sicurezza con riferimento all'industria alimentare. Ai fini dell'individuazione della responsabilità del *board*, la Corte ha sottolineato la mancata predisposizione da parte di quest'ultimo di un sistema di informazione e monitoraggio ragionevolmente esigibile dallo stesso secondo il canone di buona fede.

In questi termini, la sentenza sembra aprire il varco a un sindacato giudiziale dell'adeguatezza dei sistemi di *monitoring*, suscettibile di valorizzare anche gli *standard* tecnologici invalsi sul mercato[60].

In altri termini, a seguito di *Marchand v. Barnhill* e del filone giurisprudenziale che pare essersi sviluppato a partire da tale decisione[61], «[t]*he*

---

[57] Cfr. A. MORINI-B. CASTELLINI, *ESG: impatto sulla governance societaria ed i doveri degli amministratori*, in *Atti del XIV Convegno nazionale ODC "Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il Diritto commerciale"*, 9.

[58] Sul punto (e sull'inquadramento sistematico di *Caremark* e del successivo *case law*), v. A. MORINI, *op. cit.*, *passim* nonché sia consentito rinviare a M. COLUZZI, *Responsabilità degli amministratori e diritto di ispezione del socio. Nota a margine del caso* Yahoo, in *Riv. dir. soc.*, 2018, 42 ss.

[59] *Marchand v. Barnhill*, 212 A.3d 805 (Del. 2019). Per un primo commento, v. N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *op. cit*. 155, nonché G. SCHNEIDER, *La resilienza*, cit., 573.

[60] N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, Corporate governance *'compositiva', metodi computazionali e assetti adeguati: i riflessi sui controlli*, in *Atti del XV Convegno nazionale ODC "Impresa e mercati: numeri e* computer science*"*, 26.

[61] A *Marchand v. Barnhill* sono seguiti, tra i vari, almeno i seguenti quattro casi relativi ai *Caremark claims* che hanno trovato accoglimento: (i) nel caso *Clovis* (*In re Clovis Oncology, Inc. Deriv. Litig.,* No. 2017-0222-JRS, 2019 WL 4850188 (Del. Ch. Oct. 1, 2019), la *Court of Chancery* del Delaware ha riconosciuto un *Caremark claim* avverso gli amministratori di una società farmaceutica che avevano ignorato dei segnali d'allarme che indicavano come il *management* stesse riportando risultati inaccurati sui test clinici per uno dei farmaci dell'azienda in fase di

newly increased risk of Caremark liability drastically changes the landscape for potential liability because failure to properly monitor cybersecurity can violate the [*fiduciary duties*]»[62].

Sulla base di tali considerazioni, si può cominciare a vedere in filigrana che il modello europeo e quello americano potrebbero non risultare, nei fatti, così dissimili, in quanto il *case law* americano affronta la questione del *cybersecurity risk management* in sostanza nella prospettiva della *corporate governance* "in stile DORA" (e, quindi, in fin dei conti, con *focus* sugli assetti adeguati). Certamente, però, non si può negare nemmeno che sussistono comunque rilevanti margini di differenziazione tra i due sistemi, poiché il filone giurisprudenziale in questione (in ogni caso in divenire) si riferisce alla *corporation* in generale (e, dunque, non specificamente alle società "finanziarie") e non è – per la differente concezione, cui si è fatto cenno, che il cyberischio assume nei due ordinamenti – da inquadrare quale "rimedio" al rischio sistemico.

Se, pertanto, appare esservi un *trend* che – in prima approssimazione e con le precisazioni di cui sopra – potrebbe addirittura far ritenere che l'ordinamento

---

sperimentazione; (ii) nel caso *Hughes* (*Hughes v. Hu*, No. 2019-0112-JTL, 2019 WL 1987029 (Del. Ch. Apr. 27, 2020), la *Court of Chancery* del Delaware ha riconosciuto un *Caremark claim* avverso gli amministratori di una società cinese rilevando come le carenze nei controlli interni sul *reporting* finanziario avessero portato il *Board* a risultare inadempiente ai propri compiti di supervisione sul sistema di controlli contabili della società; (iii) nel caso *Chou* (*Teamsters Local 443 Health Servs. & Insur. Pian v. Chou*, No. 2019-0816-SG, 2020 WL 5028065 (Del. Ch. Aug. 24, 2020), la *Court of Chancery* del Delaware ha riconosciuto un *Caremark claim* avverso gli amministratori di una grande azienda farmaceutica che avevano ignorato dei segnali d'allarme e favorito così la presenza di un sistema di *reporting* assolutamente inadeguato rispetto al modello di *business* di una società controllata; (iv) nel caso *Boeing* (*In re The Boeing Co*. *Deriv. Litig*., No. 2019-0907-MTZ, 2021 WL 4059934 (Del. Ch. Sept. 7, 2021), la *Court of Chancery* del Delaware ha riconosciuto un *Caremark claim* avverso gli amministratori di una società produttrice di aerei per non aver posto in essere un sistema di *reporting* adeguato con riguardo a questioni inerenti alla sicurezza degli aerei, a cui erano seguiti a due incidenti.

[62] H. J. PACE-L. J. TRAUTMAN, *op. cit*., 894. Gli Autori proseguono, poi (938 ss.), con un'analisi volta ad individuare, mutuando i principi di *Marchand v. Barnhill* e applicandoli alla cybersicurezza, una serie di azioni per il *board* per andare esente da resposabilità in materia di cybersicurezza, rilevando che: (i) «*A board committee should either be devoted entirely to cybersecurity or have cybersecurity as a significant part of its portfolio*»; (ii) «*Protocols should be set to require management to regularly update the board on cybersecurity compliance practices, risks, or reports*»; (iii) *The board must discuss cybersecurity on a regular basis*»; (iv) "*Red flags should be reported up to the board*»; (v) «*Board reports on cybersecurity must include both favorable information and unfavorable information*»; (vi) «*The board should make use of third-party monitors, auditors, or consultants*»; (vii) «*Board minutes should reflect the above*»*; (viii)* «*Compliance with prophylactic government regulations alone is not enough*».

americano (beninteso, solo sul piano del *case law*) stia già andando nella direzione europea, ciò resta soggetto ad un importante *caveat* in merito alla declinazione che ne comporta l'applicazione alle società quotate. Infatti, l'eventuale esportazione del modello europeo in relazione agli emittenti quotati (e, quindi, per via normativa e/o regolamentare, probabilmente federale), incidendo su aspetti di *governance* interna delle società, andrebbe a toccare un ambito tradizionalmente appannaggio, negli Stati Uniti, della legislazione statale, sempre guardinga ad intervenire in merito a sfere tipicamente oggetto di disciplina pattizia tra i soci. Di tal guisa, si riproporrebbe la nota dialettica tra *Washington* (*i.e.* legislatore federale) e *Delaware* (quale "campione" della disciplina statale), deviando tuttavia dal *pattern* che si è ormai consolidato in quell'ordinamento secondo cui solo eccezionalmente – e tipicamente a seguito di momenti di crisi – il legislatore federale "invade" il campo di quello statale in materia, direttamente o indirettamente, rientrante negli *interna corporis* societari[63].

BIBLIOGRAFIA

N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, *Diritto delle imprese e intelligenza artificiale. Dalla Fintech alla Corptech*, Bologna, Il Mulino, 2021

N. ABRIANI-G. SCHNEIDER, Corporate governance *'compositiva', metodi computazionali e assetti adeguati: i riflessi sui controlli*, in *Atti del XV Convegno nazionale ODC "Impresa e mercati: numeri e* computer science*"*

P. CIOCCA, *Workshop Università Cattolica del Sacro Cuore e Consob «Cyber Security, Market Disclosure & Industry». Intervento del Commissario Consob Paolo Ciocca*, 27 febbraio 2023

M. COLUZZI, *Responsabilità degli amministratori e diritto di ispezione del socio. Nota a margine del caso* Yahoo, in *Riv. dir. soc.*, 2018

J.D. COX-R.W. HILLMAN-D.C. LANGEVOORT-A.M. LIPTON, *Securities Regulation. Cases and Materials*, New York, Aspen Publishing, 2021

E. DELLAROSA, *Cosa c'è dietro la «G» di Esg: una nuova* governance *bancaria per la sostenibilità*, in *Bancaria*, 2023

V. FALCE-M. RABITTI-A. SCIARRONE ALIBRANDI-M. SIRI-F. ANNUNZIATA, in F. DONATI-A. PAJNO-A. PERRUCCI (a cura di), *Le decisioni automatizzate in materia finanziaria: una ricognizione*, in *La rivoluzione dell'intelligenza artificiale: profili giuridici*, Bologna, Il Mulino, 2022, vol. 3

S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Bologna, Zanichelli, 2020

[63] Ad es., solo per citarne alcuni, il *Securities Act* e il *Securities Exchange Act*, successivi allo *shock* borsistico del 1929; il *Williams Act*, successivo agli abusi delle OPA sotto forma di c.d. *cash tender offer – sub specie* dei c.d. *Saturday night specials* – degli anni '60; il *Sarbanes Oxley Act*, successivo agli scandali *Enron*, *Arthur Andersen* e *WorldCom* a cavallo dei due millenni; il *Dodd-Frank Act*, successivo alla grande recessione conseguente allo scoppio della bolla immobiliare, nota come crisi dei mutui *subprime*.

N. MICHIELI, *Cybersecurity e gestione del rischio ICT: l'impatto sulla corporate governance*, in *Banca, impresa, società*, 2024
A. MORINI, «Good Faith*», buona fede: verso "nuovi doveri" degli amministratori di s.p.a.?*, in *Riv. dir. soc.*, 2011
A. MORINI-B. CASTELLINI, *ESG: impatto sulla governance societaria ed i doveri degli amministratori*, in *Atti del XIV Convegno nazionale ODC "Imprese, mercati e sostenibilità: nuove sfide per il Diritto commerciale"*
OECD, *OECD Policy Framework on Digital security: Cybersecurity for Prosperity*, dicembre 2022
OECD (2023), *G20/OECD Principles of Corporate Governance 2023*, OECD Publishing, Parigi,
H. J. PACE-L. J. TRAUTMAN, *Mission Critical: Caremark, Blue Bell, and Director Responsibility for Cybersecurity Governance*, in *Wisc. L. Rev*., 2022
M. L. PASSADOR, *Sull'utilità della* ESG disclosure *e sul ruolo dei comitati rischi e sostenibilità*, in *Banca, impresa, società*, 2023
A. PERRONE-I. GIRARDI, *Innovazione tecnologica e stabilità finanziaria*, in M. CIAN-C. SANDEI (a cura di), *Diritto del Fintech*, Milano, Cedam, 2024
C. PICCIAU, *The (Un)Predictable Impact of Technology on Corporate Governance, in Hast. Bus. L. J.*, 2021
M. RESCIGNO, *L'evoluzione e il ruolo dell'informazione non finanziaria fra doveri informativi e obblighi gestori*, in *Rivista ODC*, 2023
A. SACCO GINEVRI, *Ancora su intelligenza artificiale e* corporate governance*, in Riv. trim. dir. econ.*, 2021, 3
G. SCHNEIDER, *La resilienza operativa digitale come materia di* corporate governance*: prime riflessioni a partire dal DORA*, in *Riv. Corp. Gov.*, 2022
G. SCHNEIDER, S.*E.C. Proposal: Cybersecurity Risk Management Rule*, in *Quaderni Assosim*, 2023, I
G. SCHNEIDER, *IA, rischi d'impresa e le (mancate) risposte del diritto... DORA per tutti?*, in N. ABRIANI-R. COSTI (a cura di), *Diritto societario, digitalizzazione e intelligenza artificiale*, Milano, Giuffrè, 2023

Finanziamenti pubblico-privati: una leva per lo sviluppo sostenibile

di **Roberta Meoli**

SOMMARIO: 1. Introduzione. – 2. PNRR: Analisi dello stato attuale, sfide e soluzioni per la transizione ecologica. – 3. Il PPP come schema contrattuale di una collaborazione pubblico-privata. – 4. Conclusioni.

Abstract

The National Recovery and Resilience Plan represents a significant opportunity for the economic revival of Italy, focusing on strategic investments in the economic and social sectors, with a strong emphasis on promoting sustainability. However, its implementation has faced obstacles linked to external factors such as rising costs and the shortage of raw materials, as well as the need for constant updating of public administration competencies on innovative issues. In this context, an economic and financial management plan is crucial to ensure the effective distribution of funds and their repayment, as well as the involvement of highly specialized professionals to select and monitor the most deserving projects, while respecting the established deadlines. The Public-Private Partnership (PPP) emerges as a key tool to overcome the financial limitations of the public sector, ensuring efficiency and quality in the realization of PNRR projects. Thanks to the contribution of private technical expertise and resources, which complement the public ones, the PPP facilitates the attraction of additional investments, improves risk management, and ensures the respect of timelines, thus favoring the achievement of the Plan's objectives. Although it presents some challenges, the public-private collaboration model serves as a lever for the country's economic and sustainable development, while simultaneously offering the banking sector a strategic role in the national economic transformation outlined by the NRRP.

1. Introduzione. La transizione ecologica rappresenta un obiettivo da intraprendere in una prospettiva sistemica, ossia un obiettivo al quale sia le istituzioni pubbliche che le entità private devono aspirare in questo periodo, al fine di affrontare non solo i significativi effetti del cambiamento climatico che stiamo sperimentando, ma anche per preservare l'ecosistema in una prospettiva intergenerazionale. Se è evidente che sia l'attore pubblico che il privato devono tendere a questo obiettivo, la necessità di farlo in sinergia è ciò che rimane ancora poco attuato. In questo contesto, diventa essenziale esaminare il ruolo delle banche e degli istituti finanziari nel perseguimento sinergico degli obiettivi di sostenibilità. Partendo proprio da questi obiettivi, innumerevoli sono stati gli

interventi pubblicistici e ingenti le risorse finanziarie stanziate per promuovere il processo di transizione ecologica e favorire uno sviluppo sostenibile. Capofila di tali interventi è il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (di seguito “PNRR”), una grande opportunità che ha messo a disposizione un quantitativo di risorse economiche senza precedenti ma che richiede una gestione efficiente. Va evidenziato che parte di questi finanziamenti sono costituiti da prestiti che, come noto, creano debito pubblico e, pertanto, richiedono alle imprese private destinatarie dei finanziamenti una attenta pianificazione finalizzata alla restituzione del prestito e al raggiungimento di obiettivi finanziari, sociali e di sostenibilità. L’obiettivo principale del Piano è quello di promuovere una profonda trasformazione dell’economia italiana attraverso investimenti nei principali settori economico-sociali e nel rispetto della sostenibilità che rappresenta uno dei pilastri fondamentali del Piano stesso. Difatti, la transizione ecologica è l’asse portante di tale sviluppo e si riflette in varie missioni e componenti del Piano. In particolare, la missione n. 2 è dedicata alla rivoluzione verde e alla transizione ecologica con un finanziamento di 59,47 miliardi di euro da spendere entro agosto 2026.

Il Piano rappresenta senza dubbio un’opportunità significativa per rilanciare l’economia italiana nell’era post-pandemica. Tuttavia, è fondamentale riconoscere che vi sono delle sfide e delle criticità associate a tale processo. In primo luogo, è necessario organizzare le erogazioni dei fondi attraverso una gestione economica e finanziaria che garantisca il rimborso. È altrettanto importante disporre di professionisti altamente specializzati in grado di indirizzare i fondi verso i progetti più meritevoli e di seguirli fino alla realizzazione, sempre nel rispetto delle scadenze stabilite per il rimborso. Date queste premesse, emerge chiaramente l’utilità di un intervento esterno in grado di supportare le Pubbliche Amministrazioni nella realizzazione della transizione ecologica, assicurando che sia condotta nel modo più efficiente e in maniera conforme agli obiettivi stabiliti. Ed è in questo scenario che si inseriscono le banche e gli istituti finanziari privati che, mettendo a disposizione capitale e professionalità di elevata competenza nella gestione economica, sono in grado di svolgere un ruolo

determinante per il raggiungimento degli obiettivi imposti nei tempi prefissati dal PNRR.

Prima di confrontarci con tali prospettive di collaborazione pubblico – privata, è fondamentale delineare il contesto in cui queste vengono ad inserirsi. A tal fine, è necessario definire lo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza riguardante la transizione ecologica. Su queste premesse, si procederà ad analizzare le criticità emerse e, in un'ottica di risoluzione, si cercherà di comprendere come le banche possono inserirsi in questo contesto per poter supportare la realizzazione degli obiettivi posti con il PNRR. Pertanto, partendo dai servizi bancari già disponibili e supplementari rispetto ai fondi pubblici, si cercherà di delineare una diversa e più organica forma di collaborazione tra pubbliche amministrazioni da un lato e banche e istituti finanziari dall'altro, concretizzabile nello schema del Partenariato Pubblico Privato ("PPP"). In questo modello, l'attore pubblico si occupa del controllo, della pianificazione e dell'indirizzo, mentre l'attore privato contribuisce mettendo a disposizione l'esperienza di gestione economico-finanziaria oltreché delle forme di finanziamento complementare volte a coprire la restante parte delle spese che l'impresa aggiudicatrice il finanziamento dovrà, altrimenti, sopportare. Dunque, partendo dalla relativa cornice normativa si evidenzieranno i vantaggi e le relative criticità il tutto in un'ottica di contemperamento di interessi e allocazione dei rischi. Se è infatti chiaro che la transizione ecologica sia un obiettivo da perseguire tanto per il settore pubblico quanto per il privato, assai meno evidente è comprendere che è necessaria una forma di sinergia nel perseguimento di tale obiettivo. Questo elaborato si propone di presentare il Partenariato Pubblico-Privato come un valido strumento giuridico per promuovere una collaborazione che favorisca lo sviluppo sostenibile, diventando così un catalizzatore per la ripresa economica.

2. PNRR: Analisi dello stato attuale, sfide e soluzioni per la transizione ecologica. L'attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza ha richiesto un notevole rafforzamento delle capacità amministrative e una valorizzazione delle organizzazioni tecniche da parte del Governo, richiedendo

anche la nomina di un Ministro per gli Affari Europei, il Sud, le Politiche di Coesione e il PNRR. A tal fine, è stata predisposta una rete di strutture di missione, una per ciascun Ministero e tendenzialmente una per ciascun Dipartimento della Presidenza del Consiglio. Questo è stato fatto perché il Governo e le Pubbliche Amministrazioni, centrali e locali, ricoprono un ruolo fondamentale nell'attuazione del PNRR. In particolare, spetta alle amministrazioni, regionali e locali, l'impegno dell'attuazione di tali interventi, mentre ai Ministeri compete la gestione del Piano e la titolarità degli interventi. Il Governo, a sua volta, ha la responsabilità di interagire con la Commissione Europea che è attivamente coinvolta nell'interpretazione del Piano e nella definizione nel dettaglio delle politiche di attuazione, oltreché di valutazione della gestione e della rendicontazione sull'uso delle risorse. La Commissione Europea si interfaccia principalmente con il Servizio centrale PNRR, che funge da punto di contatto nazionale per l'attuazione, la rendicontazione e il controllo del Piano. Un ruolo altrettanto importante lo svolge la Cabina di regia del PNRR,[1] che assume la responsabilità delle funzioni di indirizzo, supervisione e supporto nell'attuazione del Piano e che viene supportata da varie strutture di missione, tra cui il Tavolo permanente per il partenariato economico, sociale e territoriale[2]. La Cabina di regia del PNRR si occupa anche di elaborare indirizzi e linee guida per la realizzazione del Piano, esaminare profili di criticità, effettuare ricognizioni periodiche sullo stato di realizzazione degli interventi e rendicontare alle Camere.

[1] La Cabina di Regia del PNRR è l'organo dotato di poteri di indirizzo politico, impulso e coordinamento generale sull'attuazione degli interventi del Piano. Essa è posta al centro della rete dei soggetti istituzionali che svolgono funzioni di indirizzo, verifica o ausilio dell'attuazione del Piano: il Tavolo permanente per il partenariato economico, sociale e territoriale (di cui all'art. 3, D.L. 31 maggio 2021, n. 77); la Segreteria tecnica (art. 4); l'Unità per la qualità della regolazione (art. 5); il Servizio centrale per il Piano (art. 6); i Comitati interministeriali per la transizione digitale e la transizione ecologica; l'Ufficio per il programma di governo operante presso la Presidenza del Consiglio.

[2] Il tavolo permanente per il partenariato economico, sociale e territoriale, composto da rappresentanti delle parti sociali, del Governo, delle Regioni, delle Province autonome di Trento e di Bolzano, degli Enti locali e dei rispettivi organismi associativi, delle categorie produttive e sociali, del sistema dell'università e della ricerca e della società civile. Il Tavolo permanente svolge funzioni consultive nelle materie e per le questioni connesse all'attuazione del PNRR. Il Tavolo permanente può segnalare collaborativamente alla Cabina di regia di cui all'articolo 2 e al Servizio centrale per il PNRR di cui all'articolo 6 ogni profilo ritenuto rilevante per la realizzazione del PNRR anche al fine di favorire il superamento di circostanze ostative e agevolare l'efficace e celere attuazione degli interventi.

Al giorno d'oggi, grazie a questo lavoro di ricognizione puntuale e dettagliata dello stato di attuazione del Piano, è possibile constatare che l'Italia ha già ricevuto 102,4 miliardi, considerando anche il prefinanziamento relativo al capitolo *REPowerEU.* Questo risultato è il frutto del conseguimento di numerosi obiettivi e traguardi concordati, considerando che la Commissione europea autorizza l'erogazione dei fondi solo al raggiungimento dei traguardi e degli obiettivi prefissati a cadenza semestrale. Nello specifico, i finanziamenti europei ottenuti fino ad ora sono stati diretti verso una molteplicità di finalità, con particolare evidenza in tema di sostenibilità. Tra le principali realizzazioni si possono annoverare progetti finalizzati al potenziamento della capacità della rete di distribuzione di gestire l'energia prodotta da fonti rinnovabili e a favorire l'elettrificazione dei consumi energetici; progetti volti al miglioramento della resilienza della rete del sistema elettrico; progetti legati alla produzione di energia rinnovabile con l'utilizzo di tetti di edifici ad uso produttivo; progetti legati allo sviluppo sostenibile delle comunità locali nelle zone rurali e di montagna (definite come "*green communities*") e progetti legati all'efficientamento energetico e alla promozione dell'uso di energie rinnovabili nei porti oltreché progetti per la creazione di parchi agrisolari.[3] In particolare, nell'ambito delle iniziative orientate alla sostenibilità, sono stati contemplati progetti finalizzati all'installazione di stazioni di ricarica per veicoli elettrici, inoltre, sono stati destinati investimenti per la sperimentazione dell'idrogeno per il trasporto stradale e nelle linee ferroviarie non elettrificate, oltreché per progetti volti a promuovere l'uso di idrogeno come fonte di energia rinnovabile nei settori dove è più difficile abbattere le emissioni di gas serra.[4] In continuità con questi successi, se ne prospettano altri in relazione

[3] Per una descrizione più dettagliata si rimanda alla Terza Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza – Sezione I – p. 46 e alla Quarta Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza – Sezione I – p. 58.

[4] Entro il primo semestre 2026 è previsto un intervento di riforma per la definizione di un nuovo quadro giuridico per la promozione dell'idrogeno come fonte di energia rinnovabile. In particolare, si prevedono regolamenti tecnici di sicurezza per la produzione, il trasporto, lo stoccaggio e l'utilizzo di idrogeno; procedure di autorizzazione accelerata con sportello unico per costruire e gestire impianti di elettrolisi; regolamentazione della partecipazione degli impianti di produzione di idrogeno ai servizi di rete, incaricando ARERA di emanare specifiche misure di regolamentazione; un sistema di garanzie di origine per l'idrogeno rinnovabile; procedure e criteri

agli obiettivi posti per il primo semestre 2024 legati all'erogazione della sesta rata del PNRR.

Tuttavia, nell'attuazione di tali obiettivi si sono presentate diverse sfide, alcune delle quali di natura oggettiva, come l'aumento dei costi e la carenza di materiali riconducibile all'evolversi della situazione mondiale – l'emergenza sanitaria e il conflitto russo-ucraino unitamente ad altri eventi esogeni – che hanno influito sulla realizzazione dei progetti. Questi fattori hanno innescato una notevole dinamica inflazionistica e un conseguente incremento dei costi delle materie prime e dell'energia rendendo difficile l'approvvigionamento di materiali e beni intermedi. Dà prova di ciò il fatto che le amministrazioni coinvolte hanno raggiunto dei livelli di spesa inferiori rispetto alle previsioni iniziali. Ciò è dovuto anche al fatto che le imprese sono state sottoposte a crescenti pressioni economiche causate dall'aumento dei costi dovuti a questi rincari, che si sono poi ripercosse sul costo delle opere. Questo scenario ha influito sull'economia e ha comportato effetti significativi sui contratti pubblici, con inevitabili riflessi sui listini utilizzati dalle stazioni appaltanti per stabilire gli importi da porre a base d'asta nelle gare per l'affidamento di servizi e lavori. Infatti, per alcuni progetti le gare sono andate deserte a causa dell'inadeguatezza delle condizioni di gara rispetto ai prezzi di mercato. In aggiunta, si sono verificati problemi legati agli squilibri nel mercato del lavoro e dovuti alla carenza di risorse umane e al disallineamento di competenze. Questi fenomeni non sono di diretta responsabilità della pubblica amministrazione, ma hanno delle ricadute negative sull'attuazione regolare del Piano. Inoltre, è importante tenere conto delle sfide legate alla comprensione del quadro normativo riguardante la transizione ecologica. Questo settore è in costante mutamento e richiede un aggiornamento continuo, il quale può essere complesso da richiedere al personale delle pubbliche amministrazioni. Infine,

per definire le aree di rifornimento sulle autostrade e ottimizzarne l'ubicazione per realizzare corridoi dell'idrogeno; un coordinamento del piano decennale di sviluppo del gestore del sistema di trasporto (TSO) nazionale con i piani di altri TSO europei, come definito nella M2C2 – Riforma 3.1 circa la semplificazione amministrativa e la riduzione degli ostacoli normativi alla diffusione dell'idrogeno. Si evidenzia che sul punto vi sono state già delle riforme relative alle procedure semplificate per costruire piccole strutture per la produzione di idrogeno verde e misure per le condizioni di costruzione delle stazioni di rifornimento a base di idrogeno.

un’altra categoria di problemi è quella dovuta alle difficoltà amministrative o gestionali, come la frammentazione degli investimenti affidati a numerosi soggetti attuatori, che rendono difficile il dialogo o l’efficace gestione delle risorse, dei processi e dei sistemi di monitoraggio.[5]

Le difficoltà menzionate hanno frenato l’avanzamento dei progetti, richiedendo una valutazione sulle misure di intervento necessarie, nonché una revisione delle condizioni del Piano con le istituzioni europee. In questo contesto, si è introdotta l’iniziativa denominata *REPowerEU*, ad oggi definitivamente approvata dal Consiglio dell’Unione europea, volta a rispondere alle perturbazioni del mercato energetico. Tale piano ha comportato la revisione del PNRR, al fine di diversificare le fonti di approvvigionamento energetico e accelerare la diffusione delle energie rinnovabili.[6]

Inoltre, per garantire l’effettiva attuazione del Piano, è altrettanto cruciale che le amministrazioni titolari e i soggetti attuatori siano in grado di adottare le misure necessarie per la concretizzazione degli obiettivi. Ed infatti, le rendicontazioni e le relative valutazioni operate della Cabina di regia promuovono un lavoro di consapevolizzazione incentrato non solo sui progetti ma anche sulle politiche pubbliche più idonee a superare le sfide riscontrate e a conseguire gli obiettivi concordati. In questo contesto, il Governo ha rafforzato la Cabina di regia del

[5] Per una descrizione più dettagliata si rimanda alla Terza Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza – Sezione I – p. 106.

[6] L'iniziativa *REPowerEU* ha introdotto un nuovo quadro regolatorio che ha determinato la necessaria revisione dei Piani Nazionali di Ripresa e Resilienza (PNRR) a favore dell'aggiunta di un capitolo dedicato a misure finalizzate a ridurre la dipendenza dell'Unione Europea dai combustibili fossili russi. Tale iniziativa mira a promuovere azioni coordinate per diversificare le fonti di approvvigionamento energetico, accelerare l'adozione delle energie rinnovabili e promuovere pratiche di risparmio energetico, sostenute da tecnologie innovative. In particolare, tale piano si basa sull’attuazione del pacchetto “Pronti per il 55%” che mira a ridurre al 55% le emissioni nette di gas a effetto serra e alla neutralità climatica. I dettagli relativi ai criteri e alle modalità di aggiornamento dei PNRR sono forniti nella Comunicazione della Commissione Europea 2023/C 80/01 che contiene gli Orientamenti sui piani per la ripresa e la resilienza nel contesto di *REPowerEU,* pubblicata il 3 marzo 2023 ed anche nella Quarta Relazione al Parlamento sullo stato di attuazione del Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza, sez. I p. 180. In Italia, sono state apportare delle variazioni al PNRR, che ora include un capitolo dedicato al *RePowerEU* con la missione n.7. Le misure incluse coinvolgono settori cruciali e si concentrano su obiettivi come il rafforzamento delle infrastrutture per garantire l'approvvigionamento di gas, la decarbonizzazione del settore industriale e l'assistenza alle famiglie e alle imprese per affrontare il problema della povertà energetica mediante misure specifiche.

PNRR, integrando un meccanismo di interazioni con il mondo del partenariato, al fine di consolidare un punto di coordinamento e di dialogo con i principali attori economici, sociali e territoriali. Questo approccio attuativo certamente permetterà di superare alcune delle criticità innanzi avanzate e allo stesso tempo darà impulso alle azioni volte a realizzare il PNRR.

È in questa prospettiva collaborativa che si dovrebbe esplorare la possibilità di instaurare forme di cooperazione a livello finanziario e consulenziale con le istituzioni bancarie, che, a ben vedere, sono le sole in grado di mettere a disposizione fondi aggiuntivi, superando così i limiti di *budget* previsti dal Piano, e di fornire strategie e pianificazioni finanziarie, in particolare legate agli obiettivi di sostenibilità, al fine di garantire il successo degli investimenti.[7]

D'altro canto, il PNRR rappresenta un'opportunità per promuovere la crescita economica e la ripresa del Paese anche per le istituzioni bancarie che hanno la possibilità di consolidare la loro posizione sul mercato come *partner* di fiducia per le aziende attraverso tali forme di collaborazione. Gli obiettivi da perseguire sono, quindi, comuni. Difatti, diverse istituzioni bancarie stanno adottando importanti iniziative, come la costituzione di *Task Force* dedicate al PNRR e/o la creazione di servizi appositamente progettati per assistere le PMI dalla fase di definizione a quella di realizzazione dei progetti imprenditoriali, in un'ottica di accesso ai fondi europei e di realizzazione degli obiettivi del PNRR. Il ruolo che si stanno ritagliando queste banche nei confronti delle imprese è quello di un referente per le possibili strategie e conseguenti pianificazioni, in quanto, attraverso le loro valutazioni, sono in grado di indirizzare i progetti verso obiettivi di sostenibilità e di rilancio della competitività, sostenendo l'avvio di una nuova fase del Paese.[8]

---

[7]Si evidenzia che è stato necessario predisporre anche un Piano Nazionale Complementare, approvato con d.l. n.59 del 6 maggio 2021, convertito in Legge n. 101 del 1 luglio 2021, con lo scopo di integrare, tramite risorse nazionali, gli interventi del PNRR. Tuttavia, tale stanziamento non è comunque sufficiente a supplire alle distorsioni del mercato dovute agli eventi esogeni innanzi citati.

[8] La banca fornisce un'ampia gamma di servizi di assistenza, inclusi il supporto nella definizione dei progetti imprenditoriali e l'analisi di fattibilità. Inoltre, aiuta le imprese a verificare e soddisfare i requisiti amministrativi e qualitativi necessari per partecipare ai bandi selezionati. La banca collabora con le aziende per identificare le azioni e gli strumenti necessari per consentire loro di competere con successo per l'ottenimento del finanziamento desiderato. Una volta ottenuto il finanziamento, la banca continua a fornire assistenza nella rendicontazione delle spese

Un esempio concreto di istituto bancario che svolge un ruolo di primo piano nell'ambito del PNRR è UniCredit. Nel 2020, ha lanciato la propria *Task Force* PNRR, un programma fondato sui valori della sostenibilità, dell'innovazione e dell'internazionalizzazione. Questa iniziativa si basa su un dialogo costante con le imprese, le famiglie e le comunità e mira a supportare il rilancio della crescita del Paese attraverso investimenti in settori, filiere e territori e attraverso moratorie e schemi di garanzia. Dal 2022, si è impegnata anche attraverso "*PNRR Solutions*", un programma che ha lo scopo di fornire soluzioni finanziarie e consulenziali per la partecipazione delle PMI ai bandi del PNRR. Tra i servizi offerti vi sono: finanziamenti a medio/lungo termine a tassi competitivi, con lo scopo di integrare i contributi del Governo per la realizzazione di investimenti legati al PNRR e supportare gli aumenti legati ai costi delle materie prime;[9] l'anticipo di contratti e fatture per lo smobilizzo di crediti legati ai lavori connessi a iniziative e investimenti del PNRR; *leasing* strumentale per l'acquisizione di macchinari e altre attrezzature funzionali ai settori industriale, artigianale, commerciale e dei servizi; l'erogazione di fideiussione bancarie necessarie per la partecipazione alle gare PNRR o per ricevere in anticipo la quota del contributo a fondo perduto sui lavori previsti.[10] I predetti servizi vengono forniti sulla base di un'attenta valutazione dell'impresa e delle sue esigenze e, grazie alle competenze tecniche e all'esperienza di gestione economico-finanziaria, la banca è in grado di guidare l'impresa verso la realizzazione di progetti innovativi e sostenibili, in linea con gli obiettivi posti dal PNRR.

---

necessarie per l'erogazione dei contributi. In alcuni casi, tali interventi possono essere accompagnati da servizi aggiuntivi, come l'accesso a finanziamenti privati che possono integrare i contributi del Governo.

[9] Bisogna considerare che l'integrazione dei contributi governativi avviene in un contesto caratterizzato da tensioni geopolitiche internazionali, una crisi pandemica e altre condizioni avverse che hanno innescato un ciclo di rialzi senza precedenti dei costi dell'energia e delle altre materie prime. Questo aumento, in uno con la difficoltà di approvvigionamento, ha influito pesantemente sull'economia e sulle imprese del territorio. Di conseguenza, alcune banche hanno stipulato degli accordi per offrire un sostegno concreto alle imprese, cercando di mitigare l'effetto dell'incremento dei costi energetici e garantendo la continuità operativa delle imprese.

[10] Per un approfondimento sul punto v. https://www.unicreditgroup.eu/it/press-media/press-releases/2022/unicredit-lancia-pnrr-solutions-per-finanziare-gli-investimenti-.html

Unicredit ha stretto varie *partnership*, tra cui una con PwC volta alla facilitazione dell'accesso ai bandi delle imprese italiane. Grazie a questa collaborazione, le imprese clienti di UniCredit hanno l'opportunità di accedere ad una piattaforma dedicata, che centralizza tutte le informazioni relative agli incentivi e alle agevolazioni disponibili. Questa piattaforma è progettata con un'interfaccia *user-friendly* e con il supporto di un algoritmo in grado di personalizzare i risultati in base alle specifiche caratteristiche dell'impresa cliente. Il risultato è una selezione rapida e mirata delle misure agevolative più adatte a questa impresa, che può inoltre beneficiare di un servizio di consulenza dedicato.[11]

Oltre UniCredit anche Monte dei Paschi di Siena, Intesa San Paolo, Banca Nazionale del Lavoro e diversi altri istituti bancari hanno iniziato a sviluppare prodotti e servizi mirati a rispondere alle specifiche esigenze delle imprese, mettendo in correlazione i grandi progetti da realizzare con il mondo imprenditoriale italiano. Senza dubbio, tali servizi rappresentano una risorsa preziosa. Tuttavia, alla luce delle sfide incontrate nel corso dell'attuazione del Piano, diventa imperativo massimizzare l'opportunità offerta dal PNRR attraverso scelte strategiche chiare e funzionali, al fine di garantire la piena ed efficace realizzazione del Piano. In questo contesto, la Commissione Europea ha già riconosciuto l'importanza del coinvolgimento degli *stakeholders*, cioè delle parti sociali, delle organizzazioni della società civile, degli enti locali e regionali e delle ONG nell'attuazione del Piano.[12] Il Governo ha adottato tale approccio, assegnando alla Cabina di regia del PNRR un ruolo centrale nel confronto con il mondo partenariale in materia,[13] costruendo le basi per una partecipazione

[11]Per un approfondimento sul punto v. https://www.unicredit.it/it/corporate/servizi-digitali/tutti-i-servizi-digitali/PWC.html

[12] Sul punto si rimanda alla *Comunicazione della Commissione al Parlamento e al Consiglio: Due anni di dispositivo per la ripresa e la resilienza - Uno strumento peculiare al centro della trasformazione verde e digitale dell'UE, COM(2023) 99 finale, del 21 febbraio 2023.*

[13] Il Governo con il decreto-legge n. 13/2023 ha deciso di assegnare direttamente alla Cabina di regia del PNRR un ruolo primario nel confronto con il mondo partenariale in materia di PNRR e del nuovo capitolo *REPowerEU*. Come noto, la Cabina di regia del PNRR è un organo di indirizzo politico che coordina e dà impulso all'attuazione del Piano, presieduta dal Presidente del Consiglio dei ministri o dal Ministro delegato al PNRR.

collaborativa alle attività di consultazione, come precedentemente attribuite al Tavolo permanente per il partenariato. Il dialogo già istauratosi deve essere rafforzato attraverso l'adozione di nuove metodologie e strumenti di partecipazione, che includano anche il coinvolgimento delle istituzioni bancarie. Per favorire un confronto diretto, integrato e sinergico con queste istituzioni, è essenziale disporre di un chiaro e preciso schema contrattuale che delinei sia le responsabilità reciproche che la suddivisione dei rischi associati. In questo contesto, il Partenariato Pubblico Privato potrebbe essere un valido strumento giuridico per promuovere una collaborazione che favorisca lo sviluppo sostenibile e la crescita del Paese.

3. Il PPP come schema contrattuale di una collaborazione pubblico – privata. Abbiamo visto come il Partenariato Pubblico Privato possa essere la soluzione ottimale per definire contrattualmente una collaborazione tra attori pubblici e privati. Necessario è, pertanto, analizzarlo dal punto di vista normativo, partendo dalla nozione che ne viene data ove si fa riferimento a tutte quelle forme di cooperazione tra autorità pubbliche e imprese private finalizzate al finanziamento, la costruzione, il rinnovamento, la gestione o la manutenzione di un'infrastruttura o la fornitura di un servizio. Più nel dettaglio, la normativa nazionale (d.lgs 36/2023 c.d. "Nuovo Codice") definisce il "Contratto di Partenariato Pubblico Privato" quale contratto a titolo oneroso, stipulato per iscritto con il quale un ente concedente conferisce a uno o più operatori economici, per un periodo determinato in funzione della durata dell'ammortamento dell'investimento o delle modalità di finanziamento fissate, un complesso di attività consistenti nella realizzazione, trasformazione, manutenzione e gestione operativa di un'opera in cambio della sua disponibilità, o del suo sfruttamento economico, o della fornitura di un servizio connesso all'utilizzo dell'opera stessa, con l'assunzione di rischio secondo modalità individuate nel contratto, da parte dell'operatore.[14]

[14] Art. 174 e ss d.lgs. 36/2023.

Pertanto, il Partenariato Pubblico Privato è un modello di collaborazione che coinvolge sia soggetti pubblici che privati, con l'obiettivo di realizzare progetti di interesse pubblico.[15] Grazie alle competenze tecniche e alle risorse finanziarie private aggiuntive rispetto ai fondi pubblici, il PPP si presenta come uno strumento idoneo per attrarre investimenti privati supplementari rispetto ai finanziamenti europei e per garantire il raggiungimento degli obiettivi del PNRR attraverso una sinergia completa con gli attori privati. La *partnership* pubblico-privata si basa, infatti, sul rapporto giuridico tra soggetto pubblico e privato caratterizzato da unificazione di intenti e di obiettivi, estraneo alla privatizzazione di compiti pubblici e della sostituzione del soggetto privato a quello pubblico (LOIERO 2015). Essenziale è che sia posta una collaborazione di lunga durata tra i vari soggetti coinvolti, che il finanziamento sia, in maniera totale o parziale, derivante da un soggetto privato, che la ripartizione dei compiti sia posta dando alla parte privata la responsabilità delle varie fasi del progetto e alla parte pubblica la definizione degli obiettivi, la funzione di verifica e di controllo e, infine, che vi sia una ripartizione chiara dei rischi tra i soggetti coinvolti.

Si possono individuare molteplici declinazioni del PPP in base all'intensità della collaborazione che si vuole istaurare, tuttavia, possiamo preliminarmente distinguerle in due tipologie, la prima definibile "PPP istituzionalizzato" in cui la cooperazione tra i due soggetti avviene nell'ambito di un'entità distinta dotata di personalità giuridica propria (ad es. una società mista) e la seconda definibile "PPP contrattuale" caratterizzata da un rapporto tra soggetto pubblico e privato fondato su legami esclusivamente contrattuali come ad esempio per la Finanza di Progetto. Quest'ultima è particolarmente utilizzata in settori legati alla

[15] Il contratto di partenariato pubblico privato è, ai sensi dell'art. 174 del d.lgs n. 36/2023, «*un'operazione economica in cui ricorrono congiuntamente le seguenti caratteristiche:*
a) tra un ente concedente e uno o più operatori economici privati è instaurato un rapporto contrattuale di lungo periodo per raggiungere un risultato di interesse pubblico;
b) la copertura dei fabbisogni finanziari connessi alla realizzazione del progetto proviene in misura significativa da risorse reperite dalla parte privata, anche in ragione del rischio operativo assunto dalla medesima;
c) alla parte privata spetta il compito di realizzare e gestire il progetto, mentre alla parte pubblica quello di definire gli obiettivi e di verificarne l'attuazione;
d) il rischio operativo connesso alla realizzazione dei lavori o alla gestione dei servizi è allocato in capo al soggetto privato».

transizione ecologica come l'energia, l'acqua, lo smaltimento di rifiuti e i trasporti ed è utile, ai fini di questo elaborato, soffermarsi brevemente su di essa. Il codice dei contratti la definisce come una procedura alternativa di scelta del contraente che si conclude con la sottoscrizione di un contratto di concessione. La particolarità è che può essere posta su iniziativa delle amministrazioni aggiudicatrici per lavori inclusi nella programmazione oppure su iniziativa privata per lavori non inclusi nella programmazione come meglio disciplinato all'art. 183 del Nuovo Codice. Essenzialmente, rappresenta un metodo di finanziamento alternativo rispetto alle forme tradizionali in cui vi è un'iniziativa economica mirata a ridurre al minimo i rischi per l'azienda, trasferendoli a finanziatori esterni. Si parla anche di finanziamento dell'idea, proprio perché il principale elemento alla base della scelta del finanziamento è l'idea. Secondo il Consiglio di Stato, l'espressione "finanza di progetto" definisce una tecnica finanziaria che consente la realizzazione di opere pubbliche, senza oneri finanziari per la pubblica amministrazione: un'operazione di finanziamento di una particolare attività economica idonea ad assicurare una fonte di utili (*cash flows*) in grado di consentire il rimborso del prestito e la gestione proficua dell'attività stessa.[16] In tal modo, la Pubblica Amministrazione può già prevedere la relativa organizzazione, permettendo il coinvolgimento anche degli istituti finanziari che forniranno servizi consulenziali e finanziari per la realizzazione del progetto in un'ottica di sussidiarietà e di partecipazione.

Concludendo sul breve *excursus* delle tipologie di PPP, il legislatore ha voluto stabilire diversi modelli alternativi di finanziamento delle opere pubbliche e di gestione dei servizi connessi. In generale il vantaggio che se ne trae dall'adozione di tale schema contrattuale è sicuramente legato alla possibilità di un utilizzo limitato di risorse finanziarie pubbliche a fronte del finanziamento da parte del soggetto privato. Inoltre, si garantisce una maggiore stabilità nei costi e negli investimenti, si ottimizza la gestione delle diverse attività coinvolte nel progetto attraverso la partecipazione di soggetti specializzati, si assicura una

[16] Cons. Stato, Sez. V, 20 ottobre 2004, n. 6847.

distribuzione dei rischi più equa a favore dell'amministrazione, si favorisce un maggiore coinvolgimento dei finanziatori nel successo dell'iniziativa e si stabilisce un rapporto più stretto tra gli investimenti e le risorse finanziarie impiegate (RAGANELLI 2019). Come è facile comprendere, si tratta di una categoria contrattuale aperta, uno strumento flessibile a struttura variabile che permette di incentivarne l'utilizzo anche attraverso strumenti finanziari innovativi in quanto il contenuto può essere determinato dalle parti secondo gli interessi e le esigenze del caso. Ad esempio, in questa ottica di cooperazione, il Regno Unito ha introdotto i "*directs agreements*" o "*tripartite deeds*" ossia contratti trilaterali sottoscritti dal concessionario, da un istituto di credito e dalla PA strettamente collegati al contratto di concessione di cui formano parte integrante.

Invece, in un'ottica nazionale, si potrebbe pensare alla predisposizione di studi di fattibilità, utili a mettere a gara progetti già coperti finanziariamente grazie alla valutazione dei livelli di bancabilità, e per i quali siano stati già ottenuti tutti gli atti di autorizzazione e di consenso necessari. Inoltre, potrebbe essere previsto proprio negli atti iniziali la possibilità per la PA di confrontarsi con degli istituti di credito per verificare i profili di finanziabilità. Oppure, potrebbe essere inserito nel bando stesso la possibilità che l'offerta sia corredata da dichiarazioni sottoscritte da uno o più istituti finanziatori di manifestazione di interesse a finanziare l'operazione, anche in considerazione dei contenuti dello schema contrattuale e del piano economico finanziario ("PEF")[17] come è stato specificamente previsto per le concessioni dell'art. 165 comma 4 a cui rimanda l'art. 180 del Nuovo Codice dei Contratti. Questi approcci consentirebbero agli istituti finanziari di partecipare e di condurre un'analisi *ex ante* per verificare la copertura finanziaria. Ciò offrirebbe all'impresa coinvolta nel partenariato la possibilità di accedere a finanziamenti privati aggiuntivi, riducendo anche i tempi delle relative procedure

[17] Il piano economico finanziario è il documento che rappresenta quantitativamente lo sviluppo del Progetto, la realizzazione dell'opera, la gestione del servizio e la sostenibilità economico finanziaria per la durata dell'intera collaborazione. La preparazione del Piano Economico Finanziario consente di valutare la sostenibilità dell'investimento attraverso un corretto equilibrio delle fonti di finanziamento, la capacità del progetto di generare un flusso di cassa sufficiente per rimborsare il debito finanziario nel rispetto degli accordi bancari, la capacità del progetto di soddisfare gli obblighi contrattuali e la sua redditività complessiva.

e, in questo contesto, un'agevolazione fiscale a sostegno di tale investimento potrebbe ulteriormente incentivare queste forme di cooperazione.

Alla luce di ciò e delle sfide precedentemente discusse legate alla realizzazione dei progetti del PNRR, emerge chiaramente che il PPP rappresenta uno strumento fondamentale per promuovere lo sviluppo sostenibile del Paese. I suoi vantaggi sono molteplici: consente di superare i limiti normativi sull'indebitamento e i vincoli finanziari stabiliti dal Patto di stabilità interno,[18] garantisce una migliore qualità progettuale grazie alle competenze messe a disposizione dall'attore privato, assicura una più equa distribuzione dei rischi tra attori pubblici e privati e colma eventuali carenze organizzative interne in termini di competenze tecniche e gestionali necessarie per la realizzazione e la gestione di progetti particolarmente complessi (SICLARI – 2022). Inoltre, a motivare la necessità di forme di collaborazione pubblico-privata sarebbe anche la presenza di fallimenti governativi, simili a quelli del mercato, causati da limitazioni nell'informazione e da imperfezioni nei processi democratici. Contro tali fallimenti, l'utilizzo del PPP potrebbe rappresentare un efficace rimedio, avvicinando il soggetto pubblico ai metodi e alle logiche della gestione di impresa (FABI 2015). Tuttavia, è importante riconoscere che il PPP presenta anche diverse criticità significative. In primo luogo, si fa notare la limitatezza di studi preliminari e di fattibilità dell'intervento, insieme alle difficoltà che la Pubblica Amministrazione incontra nell'attività di ideazione, di programmazione e valutazione dei rischi associati all'iniziativa imprenditoriale. Queste fasi sono fondamentali per il successo dell'operazione e richiedono competenze specializzate all'interno delle strutture amministrative e tecniche dell'ente pubblico, competenze spesso carenti (PASQUINI 2006). Altre criticità emergono nei tempi estremamente prolungati e incerti necessari per giungere all'affidamento del contratto di PPP, nelle difficoltà nella formulazione delle proposte e dei bandi di gara, nella realizzazione dei progetti e nella gestione dei rapporti tra pubblico e privato. Inoltre, esiste una sfida nell'equilibrare i rischi privati e le garanzie pubbliche, e si registra un rischio

[18] V. EUROSTAT, *Clarification Note on the Statistical Treatment of PPP Contracts*, Luxemboug, 2016.

politico-amministrativo significativo, spesso associato a frequenti cambiamenti nei progetti. Inoltre, si deve tener conto che nel contesto nazionale prevale una cultura imprenditoriale tradizionale all'interno delle imprese, con un'attenzione maggiore alla fase di costruzione rispetto alla successiva fase di gestione, il che contribuisce ad allungare ulteriormente i tempi procedurali complessivi.[19] Un ulteriore elemento critico riguarda l'origine anglosassone dell'istituto del PPP, che inevitabilmente presenta sfide nell'integrazione nei sistemi giuridici di *civil law*. Tale integrazione ha richiesto e richiederà un lavoro di adattamento da parte della giurisprudenza al fine di garantire una coerenza con il contesto normativo nazionale (CAREI 2020).

L'equilibrio tra i diversi interessi coinvolti, quali la promozione della concorrenza, l'allocazione dei rischi, il raggiungimento di un adeguato rendimento sugli investimenti e l'ammortamento dei capitali investiti, rappresenta senza dubbio una sfida complessa. Tuttavia, il legislatore sta rispondendo in maniera positiva anche attraverso le modifiche apportate al codice dei contratti pubblici, adeguandolo alle mutevoli dinamiche del mercato. Infatti, per sfruttare appieno il potenziale di questo strumento, le modifiche apportate alla sua disciplina attraverso il nuovo codice dei contratti pubblici sono state volte a fornire chiarezza nelle fasi di programmazione, valutazione preliminare, controllo, monitoraggio e, se del caso, risoluzione e recesso, nonché a definire chiaramente la suddivisione dei rischi. Quest'ultimo è un aspetto di grande rilevanza, considerando che le operazioni in generale, e maggiormente per quelle legate alla transizione ecologica, come sopra illustrato, comportano diversi rischi che non possono ricadere sulla PA e che pertanto necessitano di una corretta riallocazione. Sul punto sono state pubblicate, in attuazione del precedente codice, anche delle linee guida da parte dell'ANAC aventi ad oggetto il «*Monitoraggio delle amministrazioni aggiudicatrici sull'attività dell'operatore economico nei contratti*

[19] v. D. SICLARI, *Il ruolo del partenariato pubblico – privato alla luce del PNRR* in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Cedam, 2022. Cfr. F. MERUSI, *Certezza e rischio nella finanza di progetto delle opere pubbliche,* in Banca imp. Soc., vol. XXII, fasc. 3, 2003; F. CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e predisposizione del piano economico-finanziario: l'asseverazione bancaria e le responsabilità connesse all'asseverazione*, in G. MORBIDELLI (a cura di) *Finanza di progetto,* Torino, Giappichelli, 2004.

di partenariato pubblico privato» che individuano i rischi che possono presentarsi durante l'intero ciclo di vita del contratto di PPP e definiscono le modalità per verificare la permanenza in capo all'operatore economico dei rischi trasferiti. Tra i vari rischi identificati vi è il rischio di finanziamento, ossia il mancato reperimento delle risorse di finanziamento a copertura dei costi e nei tempi prestabiliti, il rischio di insolvenza dei soggetti che devono pagare il prezzo dei servizi offerti e anche il rischio finanziario, che si concretizza in un aumento dei tassi di interesse e/o di mancato rimborso di una o più rate di finanziamento con conseguente aumento dei costi o impossibilità di proseguire dell'operazione.[20] In un'ottica di collaborazione, la valutazione dei rischi verrebbe svolta di concerto anche dagli istituti bancari, essendo per questi ultimi tale valutazione un paradigma per il merito dell'erogazione del finanziamento ed infatti grazie alla loro *expertise* sarebbero in grado di calibrare l'investimento ed evitare il verificarsi dei rischi e/o la necessità di una rinegoziazione del contratto. Infatti, la bancabilità del progetto è posta proprio sul rispetto del principio dell'equilibrio economico finanziario[21] del piano economico finanziario in quanto vi è una stretta correlazione tra quest'ultimo e la distribuzione dei rischi. Necessario è, pertanto, che la distribuzione dei rischi sia svolta considerando attentamente la capacità dei soggetti coinvolti nel gestirlo al meglio.

Infine, nonostante le criticità evidenziate, è innegabile che i vantaggi dell'approccio del PPP rimangono significativi. In primo luogo, la possibilità di coinvolgere investimenti privati nella realizzazione di progetti pubblici ha portato a una rivoluzione nell'approccio alla gestione dei progetti, ponendo l'accento sulla redditività degli investimenti. Questo cambiamento è stato favorito anche dal PNRR, il quale ha introdotto elementi di efficienza tipici dei mercati in contesti di

---

[20] Linee Guida n.9 del 27 luglio 2022 di attuazione del d.lgs 50/2016 recanti «*Monitoraggio delle amministrazioni aggiudicatrici sull'attività dell'operatore economico nei contratti di partenariato pubblico privato*».

[21] Ai sensi del Nuovo Codice dei Contratti, all' Art. 3, comma 1, lett. fff, l'equilibrio economico finanziario si definisce come la «*contemporanea presenza delle condizioni di convenienza economica e di sostenibilità finanziaria. Per convenienza economica si intende la capacità del progetto di creare valore nell'arco dell'efficacia del contatto e di generare un livello di redditività adeguato al capitale investito, mentre per sostenibilità finanziaria si intende la capacità del progetto di generare flussi di cassa sufficienti a garantire il rimborso del finanziamento*».

valutazione in cui l'interesse pubblico rimane al centro dell'attenzione (SICLARI 2022). Inoltre, il modello del PPP richiede una chiara definizione delle responsabilità degli attori coinvolti, contribuendo a mitigare i possibili rischi e le sfide grazie all'ampia partecipazione di tutte le parti interessate (GERVASONI 2009). Pertanto, il soggetto pubblico, dopo una valutazione preliminare di convenienza e di fattibilità, dovrebbe sviluppare il modello di PPP utilizzando anche moduli standardizzati utili ad anticipare e mitigare possibili problematiche operative. Si deve occupare anche del controllo, della pianificazione e dell'orientamento del progetto. Contestualmente, il *pool* di istituzioni bancarie dovrebbe contribuire mettendo a disposizione la propria competenza tecnica e il supporto finanziario, mentre l'impresa privata deve occuparsi di eseguire la prestazione concordata, beneficiando sia dei finanziamenti pubblici che dell'importante supporto delle istituzioni bancarie nell'attuazione del progetto. In questo modo, si realizza una cooperazione tra i poteri pubblici e i poteri privati allo scopo di finanziare progetti di interesse pubblicistico e facendo in modo che la Pubblica Amministrazione e l'impresa beneficino di finanziamenti ed *expertise* del *pool* di istituti finanziari.

Per sviluppare con successo questo modello, è essenziale disporre di un contratto adeguato che regoli in modo corretto i rapporti tra le parti e allochi in modo appropriato i rischi, il tutto nel rispetto degli interessi di ciascun contraente. Questo obiettivo può essere raggiunto attraverso la standardizzazione dello strumento contrattuale che, garantendo una maggiore certezza nella regolamentazione dei diritti e degli obblighi delle parti coinvolte, evita i ritardi nell'attuazione dei progetti.

In questo contesto, l'Associazione Nazionale Costruttori Edili ("ANCE") ha pubblicato delle Linee Guida per la preparazione di convenzioni di concessione e gestione,[22] sviluppate da un gruppo di lavoro dedicato alla standardizzazione dei contratti nelle operazioni di partenariato pubblico – privato. Allo stesso modo, la Ragioneria Generalo dello Stato ha avviato una consultazione pubblica per la

[22] Per un approfondimento sul punto v. https://download.acca.it/BibLus-net/OpereEdili/LineeGuida_ANCE_PF_2014.pdf

creazione di un contratto *standard* per la concessione di progettazione, costruzione e gestione di opere pubbliche in partenariato pubblico privato. Queste iniziative di standardizzazione perseguono l'obiettivo di garantire una conclusione contrattuale razionale, efficiente e trasparente (ALPA 2018), promuovendo la certezza e la rapidità nei processi giuridici. Appare, quindi, evidente che la preparazione anticipata delle modalità contrattuali e il calcolo delle implicazioni economiche dell'accordo riducono i rischi di controversie consentendo che l'obiettivo ultimo sia quello di stimolare gli investimenti e facilitare l'attuazione dei progetti in modo più efficiente (SICLARI 2020).

4. Conclusioni. Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza rappresenta una grande opportunità per trasformare l'economia italiana attraverso investimenti nei principali settori economici e sociali, attribuendo particolare rilevanza alla promozione della sostenibilità. Tuttavia, è essenziale riconoscere che vi sono delle sfide per rendere attrattivo e competitivo l'intera Nazione e delle criticità connesse a questo processo. L'attuazione del Piano è stata costellata da una serie di criticità, tra cui l'aumento dei costi e la carenza di materiali dovuti a fattori esterni. Questi fattori hanno innescato una notevole dinamica inflazionistica e un conseguente incremento dei costi delle materie prime e dell'energia rendendo difficile l'approvvigionamento di materiali e beni intermedi tanto da far andare deserte alcune gare a causa dell'inadeguatezza delle condizioni poste. Non indifferente è anche la necessità di un costante aggiornamento per il personale delle PA in materie così innovative quali quelle legate alla transizione ecologica. Tutte queste difficoltà hanno, di fatto, frenato la realizzazione dei progetti, richiedendo una necessaria modifica del PNRR e, dunque, anche una valutazione delle azioni da intraprendere. Risulta essenziale organizzare le erogazioni dei fondi attraverso una gestione economica e finanziaria che garantisca il rimborso; è altrettanto cruciale disporre di professionisti altamente specializzati in grado di indirizzare i fondi verso i progetti più meritevoli e di seguirli fino alla realizzazione, rispettando sempre le scadenze stabilite per il rimborso.

È in questa prospettiva che si dovrebbe esplorare la possibilità di instaurare forme di collaborazione a livello finanziario e consulenziale con le istituzioni bancarie, che, a ben vedere, sono le sole in grado di mettere a disposizione fondi aggiuntivi, superando così i limiti di *budget* previsti dal Piano, e di fornire al contempo strategie e pianificazioni finanziarie al fine di garantire il successo degli investimenti e il raggiungimento degli obiettivi fissati nei tempi stabiliti dal PNRR, in particolare quelli legati agli obiettivi di sostenibilità. Il PNRR ha, infatti, posto lo sviluppo sostenibile al centro di numerosi dibattiti e se è infatti chiaro che sia un obiettivo da perseguire tanto per l'attore pubblico quanto per il privato, assai meno evidente è comprendere che è necessaria una forma di sinergia nel perseguimento di tale obiettivo. D'altro canto, il Piano rappresenta un'opportunità per promuovere la crescita economica e la ripresa del Paese anche per le istituzioni bancarie che hanno la possibilità di consolidare la loro posizione sul mercato come *partner* di fiducia per le aziende attraverso tali forme di *partnership*. Tale collaborazione può essere efficacemente formalizzata mediante l'adozione di un modello di Partenariato Pubblico Privato, consentendo un'armoniosa combinazione di competenze tecniche e risorse finanziarie private, al fine di supportare la realizzazione di progetti innovativi e sostenibili e, quindi, garantire il raggiungimento degli obiettivi posti con il Piano. La *partnership* pubblico – privata si basa, difatti, sul rapporto giuridico tra soggetto pubblico e privato caratterizzato da unificazione di intenti e di obiettivi, infatti esso può essere definito come un modello di collaborazione che coinvolge sia soggetti pubblici che privati, con l'obiettivo di realizzare progetti di interesse pubblico. Pertanto, grazie alle competenze tecniche e alle risorse finanziarie private aggiuntive rispetto ai fondi pubblici, il PPP si presenta come uno strumento idoneo per attrarre investimenti privati supplementari rispetto ai finanziamenti europei e per garantire il raggiungimento degli obiettivi del PNRR grazie all'*expertise* messa a disposizione dagli attori privati. Essenziale è che sia posta una collaborazione di lunga durata tra i vari soggetti coinvolti, che il finanziamento sia, in maniera totale o parziale, derivante da un soggetto privato, che la ripartizione dei compiti sia posta dando alla parte privata la responsabilità delle varie fasi del progetto e alla

parte pubblica la definizione degli obiettivi, la funzione di verifica e di controllo e, infine, che vi sia una ripartizione chiara dei rischi tra i soggetti coinvolti. Tutto ciò può essere propriamente definito in un contratto secondo gli interessi e le esigenze del caso, essendo il PPP una categoria contrattuale aperta, uno strumento a struttura variabile. Ad esempio, nel Regno Unito, sono stati introdotti i "*tripartite deeds*" ossia contratti trilaterali sottoscritti dal concessionario, da un istituto di credito e dalla PA strettamente collegati al contratto di concessione di cui formano parte integrante.

In generale, il vantaggio supplementare di tale strumento è sicuramente legato alla possibilità di un utilizzo limitato di risorse finanziarie pubbliche a fronte del finanziamento da parte del soggetto privato. Inoltre, si garantisce una migliore qualità progettuale grazie alle competenze messe a disposizione dagli istituti di credito, una più efficiente valutazione degli investimenti, si assicura una più equa distribuzione dei rischi tra attori pubblici e privati e si colmano eventuali carenze organizzative interne in termini di competenze tecniche e gestionali necessarie per la realizzazione e la gestione di progetti legati alla transizione ecologica. Inoltre, per garantire una partecipazione degli istituti di credito, potrebbe essere utile predisporre studi di fattibilità specifici, utili a mettere a gara progetti già coperti finanziariamente grazie alla valutazione dei livelli di bancabilità, e per i quali siano stati già ottenuti tutti gli atti di autorizzazione e di consenso necessari. Altrimenti potrebbe essere inserito nel bando stesso la possibilità che l'offerta sia corredata da dichiarazioni sottoscritte da uno o più istituti finanziatori di manifestazione di interesse a finanziare l'operazione. Oppure, potrebbe essere previsto proprio negli atti iniziali la possibilità per la PA di confrontarsi con degli istituti di credito per verificare i profili di finanziabilità. Ciò offrirebbe all'impresa coinvolta nel partenariato la possibilità di accedere a finanziamenti privati, riducendo anche i tempi delle relative procedure e un'agevolazione fiscale a sostegno di tale investimento potrebbe incentivare ulteriormente queste forme di cofinanziamento.

Tuttavia, è importante riconoscere che il PPP presenta anche diverse criticità significative. In primo luogo, si fa notare la limitatezza di studi preliminari

e di fattibilità dell'intervento, insieme alle difficoltà che la Pubblica Amministrazione incontra nelle procedure di aggiudicazione contrattuale, insieme all'instabilità del quadro normativo, alla difficoltà nell'aggiornamento tecnico in tema di sostenibilità e all'incertezza legata alla ripartizione dei rischi tra i vari soggetti. L'equilibrio tra i diversi interessi coinvolti, quali la promozione della concorrenza, l'allocazione dei rischi, il raggiungimento di un adeguato rendimento sugli investimenti e l'ammortamento dei capitali investiti, rappresenta senza dubbio una sfida complessa. Tuttavia, il legislatore sta rispondendo in maniera positiva attraverso le modifiche apportate al codice dei contratti pubblici che sono state analizzate. Di rilievo sono anche le linee guida pubblicate dall'ANAC aventi ad oggetto il «*Monitoraggio delle amministrazioni aggiudicatrici sull'attività dell'operatore economico nei contratti di partenariato pubblico privato*» e le linee guida pubblicate da ANCE per la preparazione di convenzioni di concessione e gestione, sviluppate da un gruppo di lavoro dedicato alla standardizzazione dei contratti nelle operazioni di partenariato pubblico – privato in un'ottica di favoreggiamento della creazione di contratti *standard* in grado di garantire una conclusione contrattuale razionale, efficiente e trasparente, promuovendo la certezza e la rapidità nei processi giuridici, diminuendo i rischi di controversie e facilitando l'attuazione dei progetti. Di tal modo, dopo una valutazione preliminare di convenienza e di fattibilità, il soggetto pubblico dovrebbe sviluppare il modello di PPP utilizzando anche moduli standardizzati utili ad anticipare e mitigare possibili problematiche operative, promuovendo l'interesse di tutti i contraenti e occupandosi del controllo, della pianificazione e dell'orientamento del progetto. Contestualmente, gli istituti finanziari dovrebbero contribuire mettendo a disposizione le proprie competenze tecniche e il supporto finanziario, mentre l'impresa privata deve occuparsi di eseguire la prestazione concordata, beneficiando sia dei finanziamenti pubblici che dell'importante supporto delle istituzioni bancarie nell'attuazione del progetto. In questo modo, si realizza una cooperazione tra i poteri pubblici e i poteri privati allo scopo di finanziare progetti di interesse pubblicistico e facendo in modo che la Pubblica Amministrazione e l'impresa beneficino di finanziamenti ed *expertise* del *pool* di istituti finanziari.

Pertanto, nonostante le criticità evidenziate, è innegabile che i vantaggi dell’approccio del PPP rimangono significativi. Tale modello, rappresenta una leva per lo sviluppo sostenibile in quanto, attraverso una mobilitazione di investimenti privati in uno con gli investimenti pubblici, quali da ultimo quelli derivanti dai fondi PNRR, si favorisce un cambiamento strutturale, una crescita economica e uno sviluppo sostenibile del Paese. Inoltre, la cooperazione tra pubblico e privato rappresenta un aspetto cruciale dell'evoluzione del ruolo dell’attore pubblico nell'economia nazionale. Questo coinvolgimento non solo comprende il suo ruolo tradizionale di regolatore e supervisore del mercato, ma anche una nuova prospettiva, che lo vede come promotore di iniziative economiche in linea con i principi di concorrenza e trattamento equo sanciti dal diritto europeo. I Partenariati Pubblico Privati incarnano un'espressione tangibile sia del concetto di sussidiarietà orizzontale, il quale riconosce il ruolo complementare della società civile nell'affrontare questioni di interesse generale e nell'erogare servizi pubblici e sociali (RAGANELLI 2019), sia del principio di solidarietà pubblico – privata che si rifà all’intento comune di sviluppo sostenibile.

In conclusione, il PNRR rappresenta un'opportunità di straordinaria portata per promuovere la crescita economica e la ripresa della Nazione, mentre il coinvolgimento delle istituzioni bancarie attraverso il PPP può attribuire alle stesse un ruolo cruciale nel raggiungimento degli obiettivi di sostenibilità in esso stabiliti e nel rispetto dei tempi concordati. La collaborazione sinergica tra il settore pubblico e privato nelle forme del partenariato pubblico privato non solo moltiplica le possibilità di raggiungimento degli obiettivi prestabiliti, ma costituisce anche una leva essenziale per lo sviluppo sostenibile. Pertanto, ci si auspica di vedere un crescente utilizzo del PPP in tale contesto e una nuova trasformazione non solo del principio di sussidiarietà orizzontale, che si orienta verso una prospettiva "compartecipativa", ma anche del rapporto tra pubblico e privato, che non deve essere più concepito in termini alternativi, ma complementari.

BIBLIOGRAFIA

G. ALPA, *La libertà di scelta del tipo contrattuale nella prassi di common law, Note a margine di un dibattito*, in Contr. impr., fasc. 2, 2018.
F. CAPUTO NASSETTI, *Valutazione e predisposizione del piano economico-finanziario: l'asseverazione bancaria e le responsabilità connesse all'asseverazione*, in G. MORBIDELLI (a cura di) *Finanza di progetto*, Giappichelli, 2004.
G.F. CARTEI, *I freni negli interventi infrastrutturali. Strumenti di partenariato pubblico -privato e qualità di redazione normativa del codice dei contratti pubblici*, in An. Giur. Econ., fasc. 1, 2020.
F. FABI – R. LOIERO – F.S.E. PROFITI, *Il partenariato pubblico privato nell'ordinamento giuridico nazionale, comunitario ed internazionale,* Dike Giuridica Editrice, 2015.
A. GERVASONI, *Project Financing e finanziamento delle infrastrutture*, in Management delle utilities, 2009.
C. GIORGIANTONIO – V. GIOVANNELLO, *Infrastrutture e project financing in Italia: il ruolo (possibile) della regolamentazione*, in Questioni di Economia e Finanza, Banca d'Italia, n. 56, 2009.
N. LUPO, *Il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza (PNRR) e i poteri dello Stato Italiano*, in M. PELLEGRINI (a cura di) *Diritto Pubblico dell'Economia*, Cedam, 2023.
F. MERUSI, *Certezza e rischio nella finanza di progetto delle opere pubbliche,* in Banca imp. Soc., vol. XXII, fasc. 3, 2003;
G. PASQUINI, *Il project financing e la discrezionalità*, in Giornale dir. amm., fasc. 10, 2006.
B. RAGANELLI, *Partenariato pubblico-privato, concessioni e gestione dei rischi*, in Quaderni di Minerva Bancaria, n.2, 2019.
D. SICLARI, *Il ruolo del partenariato pubblico – privato alla luce del PNRR* in M. PASSALACQUA (a cura di), *Diritti e mercati nella transizione ecologica e digitale*, Cedam2022.
D. SICLARI, *Opere pubbliche e project financing: tra standardizzazione e tipizzazione contrattuale*, in Cont. Impr. Fasc. 2, 2020.

La natura programmatica della delibera di aumento di capitale ed i suoi riflessi sul regime della decorrenza dei termini di impugnazione

di **Andrea Palazzolo**

SOMMARIO: Premessa - 1. Il regime dell'invalidità nelle S.p.A. e nelle S.r.l. - 2. La clausola di compatibilità dell'art. 2479-ter, comma 4, c.c.- 3. La natura "programmatica" di proposta contrattuale della delibera di aumento di capitale. - 4. La distinzione tra termine di impugnazione e termine di iscrizione. 5. Una lettura possibile: la decorrenza dall'iscrizione del nuovo capitale.

Premessa. Una recente pronuncia della Suprema Corte (Cass., 24.05.2023, n. 14469) ha enunciato il seguente principio di diritto: "*Ai sensi del combinato disposto degli artt. 2479*-ter, *comma 4, e 2379*-ter*, comma 1, c.c., il termine per l'impugnativa dell'aumento di capitale sociale decorre, per le S.r.l., dall'iscrizione della relativa deliberazione nel registro delle imprese e non già dalla trascrizione nel libro delle decisioni dei soci*", risolvendo, apparentemente, un contrasto interpretativo derivante dal difficile coordinamento del regime delle S.r.l. rispetto a quello delle S.p.a. e spiegando come la decorrenza del termine dalla data di iscrizione nel registro delle imprese, senza ledere alcun principio fondamentale, consenta una migliore certezza e garantisca sia la tutela dei soci e dei terzi che il principio di stabilità delle deliberazioni societarie[1]. La Suprema Corte giunge a tale conclusione valorizzando la lettera dell'art. 2479-*ter,* comma 4, c.c., che richiama espressamente per l'impugnativa delle delibere di aumento di capitale la disciplina delle S.p.a., la quale dispone che l'azione non può essere

[1] In Giurisprudenza *ex multis* Cassazione civile sez. I, 27.02.2013, n.4946*: "*[...] *è del tutto coerente con le esigenze di certezza e stabilità sottese alla disciplina delle società commerciali (massimamente, peraltro, quanto ad aspetti, come l'aumento del capitale, rilevanti nei confronti dei terzi creditori), la gestione delle quali rischierebbe di essere paralizzata dal propagarsi degli effetti della illegittimità delle delibere assembleari oltre un certo segno, salva ovviamente la tutela risarcitoria dei diritti dei soci di minoranza";* conf. Trib. Catanzaro, 17.10.2017; Trib. Roma, 21.12.2020, n. 37124; Trib. Roma, 8.10.2019; Trib. Roma, 26.04.2018, n. 2378.

proposta "*dopo che siano trascorsi centottanta giorni dall'iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese*". Da ciò la Suprema Corte fa discendere la volontà del legislatore di omologare la disciplina delle S.r.l. a quella della S.p.a. con riguardo allo specifico caso della delibera di aumento di capitale, ritenuta di particolare rilievo per la vita sociale. Inoltre, in tal modo il perimetro di rilevabilità dei vizi della delibera è circoscritto ai soli "*casi di mancata convocazione dell'assemblea, di mancanza di verbale e di impossibilità o illiceità dell'oggetto*" mediante espresso rinvio art. 2379 c.c. *A contrario*, per la Suprema Corte non residuerebbero ragioni per ritenere inapplicabile la predetta disciplina in ragione dell'esistenza della "*clausola di compatibilità*", di cui all'art. 2479 ter, comma 4, c.c. Da qui discende l'argomento per il quale le caratteristiche della S.r.l., "*non possono avere alcuna incidenza, né diretta né indiretta, sul diverso profilo della decorrenza di un termine decadenziale che obbedisce, invece, alla diversa esigenza di rendere, da un lato, facilmente percepibile dai soci e dai terzi interessati il contenuto di deliberazioni che rivestono particolare importanza nella vita societaria*". Per la Suprema Corte l'iscrizione della delibera assembleare nel Registro delle imprese rileva, da un lato, rispetto al regime e all'effettività della responsabilità patrimoniale della società e alla tutela dei diritti dei terzi e, dall'altro lato, rispetto alla certezza e incontrovertibilità della consistenza patrimoniale della società. Con riguardo a tale ultimo aspetto, la Suprema Corte osserva come il combinato disposto dell'art. 2479-*ter*, comma 4, c.c. e dell'art. 2379-*ter*, comma 1, ha il merito di fissare con precisione il *dies a quo* dell'impugnativa, agganciandolo a una forma pubblicitaria che non è conseguente a una attività degli amministratori e che non necessita di una richiesta di ispezione dei libri sociali *ex* art. 2476, comma 2, c.c. La Suprema Corte sostiene, quindi, che è proprio la natura della deliberazione di aumento del capitale sociale, come tale "*modificativa dello statuto e della consistenza patrimoniale della società, che induce a privilegiare la tesi della decorrenza del termine dalla iscrizione della relativa delibera assembleare nel Registro della imprese, perché soluzione idonea ed adeguata a conciliare maggiormente gli interessi dei soci con quellie*

dei terzi, entrambi diretti alla migliore conoscenza e alla certezza delle vicende sociali".

Pertanto, conclude la Suprema Corte, è certamente da preferire un regime di pubblicità certo e affidabile piuttosto che un regime di pubblicità c.d. interno, come suggerito anche dall'intervenuta soppressione da parte del legislatore dell'obbligatorietà della tenuta del libro soci per le s.r.l.[2].

1. Il regime dell'invalidità nelle S.p.a. e nelle S.r.l. La differente formulazione delle norme che regolano l'invalidità nelle S.p.a. e nelle S.r.l., che contiene solo parziali richiami alla prima, pone alcuni problemi di coordinamento e coerenza. La norma dell'art. 2479-*ter*, c.c., infatti, prevede al primo comma che il termine di impugnazione decorra dalla data della trascrizione della delibera nel libro sociale, distinguendo, a seconda del vizio, in 90 giorni o tre anni (comma 3) a partire da tale momento, così distinguendosi dalla omologa disposizione dell'art. 2377, comma 3, c.c., a mente della quale: "*L'impugnazione o la domanda di risarcimento del danno sono proposte nel termine di novanta giorni dalla data della deliberazione, ovvero, se questa è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese, entro novanta giorni dall'iscrizione o, se è soggetta solo a deposito presso l'ufficio del registro delle imprese, entro novanta giorni dalla data di questo"*. Occorre specificare, a completamento di tale ricognizione, come l'art. 2379-*ter* c.c., espressamente richiamato ove compatibile dall'art. 2479-*ter* c.c., preveda che il termine di 180 giorni per l'impugnazione delle delibere di aumento di capitale decorra dalla data di loro iscrizione nel registro delle imprese nei casi previsti dall'art. 2379 c.c. (ovvero in quelli di nullità).

La *ratio* di tale distinzione si suole cogliere nella diversità dei due modelli [3]; l'uno, la S.p.a., astrattamente connotato da una maggiore frammentazione del

[2] L. n. 2 del 2009 ha infatti previsto la soppressione dell'obbligo della tenuta del libro soci per le Srl: D.L. 29 novembre 2008, n. 185, art. 16, comma 12-septies, lett. a, convertito con modificazione della predetta l. n. 2/2009

[3] Rispetto a tale tema è necessario ricordare che, a partire dagli anni 70, si sono mossi per primi gli Stati Uniti d'America attribuendo alle *corporation* non quotate una notevole flessibilità per adeguarle ai bisogni dell'impresa e dei soci, così prevedendo il modello della *limited liability company (L.t.d.)*. In Gran Bretagna, con il *Companies Act* del 1985, fra le tante, è stata prevista una disciplina semplificata del procedimento assembleare e con la possibilità di assumere

capitale e, dunque, da una minore partecipazione del socio alle vicende sociali, sicché egli potrebbe non prendere parte alle relative decisioni assembleari, mentre l'altro, la S.r.l., caratterizzato da soci in teoria maggiormente attivi e dotati anche del diritto di controllo individuale, sicché più agevole sarebbe, da parte loro, acquisire contezza della delibera, una volta allibrata[4]. È stato anche sostenuto che la possibilità di consultazione scritta o consenso espresso per iscritto, ammessi nelle S.r.l., porrebbero quale necessario termine il relativo consolidamento sul libro sociale, essendo sino a tale data altrimenti del tutto incerto il contenuto della delibera[5].

---

decisioni fuori dall'assemblea, ma documentare per iscritto. La Francia a seguire nel 1994 ha introdotto il modello delle *société par actions simplifiée*, nel quale sono rimessi all'autonomia privata importanti segmenti di disciplina come la forma libera delle decisioni. Al pari in Germania è prevista una netta distinzione tra la disciplina dell'*aktienGesellschaft* e la larga flessibilità del modello della società a responsabilità, diffusa tra le piccole e medie imprese. Con la rinnovata GmbHGesetz si è ribaltato il principio di generale imperatività dell'assunzione delle decisioni in assemblea e si è consentito di prenderle con atto scritto senza convocazione. In Italia, la riforma del 2003 ha avviato il distacco della società per azioni dalla società a responsabilità limitata, poi accentuato con gli ulteriori interventi legislativi. Si veda, G. OPPO, *Le grandi opzioni della riforma e la società per azioni*, in Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario. Atti del Convegno di studi Padova – Abano Terme 5-7 giugno 2003, CEDAM, Padova, 2004; D. CORAPI, *La riforma italiana delle società di capitali: modelli continentali, modelli di common law e modello comunitario,* in Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario. Atti del Convegno di studi Padova – Abano Terme 5-7 giugno 2003, CEDAM, Padova, 2004; A. GAMBINO, *Relazione introduttiva*, in La Riforma del Diritto Societario dieci anni dopo. Atti del Convegno, Milano, 13-14 Giugno 2014; *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 2015.

[4] V. SPADA, *C'era una volta la società*…, in *Riv. dir. not*., 2004, 1; D'AMBROSIO, *La nuova società a responsabilità limitata tra società di persone e società di capitali*, in Dir. fall., 2004, 393; BARALIS, *La nuova società a responsabilità limitata: hic manebimus optime. Spunti di riflessione sul problema delle lacune di disciplina*, in *Riv. not*., 2004, 1099; ZANARONE, *Introduzione alla nuova società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc*., 2003, 58; BENAZZO, *L'organizzazione nella nuova s.r.l. fra modelli legali e statutari*, in *Società*, 2003, 1062; SACCHI, *Autonomia statutaria, competizione fra ordinamenti e giurisprudenza comunitaria*, in Riv. dir. civ., 2004, 69; D'ALESSANDRO, *La provincia del diritto societario inderogabile (ri)determinata. Ovvero: esiste ancora il diritto societario*, in *Riv. soc*., 2003, 34; FERRARO, *La società a responsabilità limitata, fra principio di tipicità e flessibilità modulare,* in *Riv. dir. impr*., 2003, 487; DI SABATO, *Autonomia privata e tipicità delle società*, in *Riv. dir. impr*., 2003, PIZZIGATI, *L'autonomia statutaria nella s.r.l., nuovo modello tra società personali e s.p.a.,* in *Dir. fall*., 2004, 552; V. BUONOCORE, *La riforma del diritto societario*, a cura di Buonocore, Torino, UTET, 2003, 159; V. MAGLIULO, in A.a.V.v., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, Giuffrè, 2003, 273.

[5] Da ultimo il Tribunale di Roma 29.12.2022 *"Il legislatore ha enfatizzato nelle s.r.l. una maggiore rilevanza personale dei rapporti tra i soci, tanto da rendere il metodo assembleare necessario solo per alcune particolari situazioni specifiche. I soci di s.r.l. possono infatti prevedere l'adozione di diversi modelli decisionali, salva l'insopprimibile esigenza che le decisioni vengano comunque espresse in atti scritti, soprattutto per assicurare la tempestiva informazione in merito. Per essere validamente posta in essere, la decisione dei soci necessita di una apposita clausola statutaria, la quale deve prevedere che i soci possano adottare le "decisioni" mediante consultazione scritta o consenso iscritto, ai sensi di quanto previsto dall'art. 2479, comma 3, c.c.*". Giur. Imprese.

Tale tesi, tuttavia, è stata criticata da chi ha evidenziato come, in momenti di contrasto accade frequentemente che gli amministratori facciano ostruzionismo, spesso costringendo i ricorrenti ad azioni cautelari[6], la cui conclusione tendenzialmente non interviene entro il termine di impugnazione della delibera, fermo restando che, come si vedrà dopo, potrebbe qui trovare applicazione quanto previsto dall'art. 2935 c.c., che collega la decorrenza dei termini di prescrizione e decadenza alla possibilità di far valere il diritto.

È stato opportunamente rilevato come, almeno per quanto riguarda i vizi a 'legittimazione estesa' [7], i terzi rispetto alla società potrebbero non avere mai notizia dell'avvenuta trascrizione, senza avere alcun diritto di richiedere un'ispezione, ponendosi persino problemi di legittimità costituzionale della norma e suggerendo che, per quanto riguarda le delibere soggette ad iscrizione, sia a quest'ultimo momento, che dà certezza della trascrizione, che debba farsi riferimento; ciò a maggior ragione laddove la legge preveda, come nelle delibere di modificazioni dell'atto costitutivo, che queste ultime acquistino giuridica esistenza proprio con tale adempimento. Tesi, quest'ultima, che sembra essere stata sposata dalla suprema Corte[8].

---

[6] V. DI CATALDO, *Trascrizione a libro delle delibere e assembleari e delle decisioni dei soci e decorrenza del termine per l'impugnazione*, in Studi in onore di P. Abbadessa, UTET, Torino , 2014, 745 ss.; G. ARIETA, *La sospensione cautelare ex art. 2378, terzo e quarto comma, c.c. Profili processuali*, in www.fondazionenotariato.it.secondo il quale "*se il provvedimento di sospensione della delibera assembleare presenta, per alcuni versi, caratteristiche di self execution, per altri versi potrebbe richiedere la necessità di una vera e propria attuazione in relazione, ad esempio, alla effettiva iscrizione del dispositivo nel Registro delle imprese. Se l'iscrizione non è richiesta dagli amministratori della società, è possibile che il giudice della cautela, a seguito di ricorso per l'attuazione ex art. 669-duodecies c.p.c., disponga l'invio al Registro del dispositivo del provvedimento da parte della cancelleria*".

[7] Con riguardo alle delibere consiliari, si osserva che la configurabilità di una legittimazione estesa a chiunque vi abbia interesse è stata criticata dalla dottrina prevalente e dalla giurisprudenza; si veda: G.D. MOSCO, Sub art. 2388 cod. civ., in Niccolini - Stagno D'Alcontres (a cura di), Società di capitali, Commentario, Napoli, 2004, 633; G. F. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale, 2, Diritto delle società*, Torino, 1992, 380; PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in Abbadessa – Portale (diretto da), Il nuovo diritto delle società, *Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, II, 521 ss.; M. VENTORUZZO, Sub art. 2388 c.c., in Marchetti – Bianchi – Ghezzi –Notari (diretto da), Commentario alla riforma delle società, Milano, 2007, 319 ss.; G. GUERRIERI, Sub art. 2388 cod. civ., in Maffei Alberti (a cura di), *Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, II, 734 ss.; PATRIARCA, *Le delibere consiliari viziate*, in Annali dell'Università del Molise, Napoli, 2005, 675 ss. In giurisprudenza si veda Trib. Ferrara, 22 dicembre 2006, in Rds, 2008, 598 e Trib. Milano, 19 febbraio 2009, in Società, 10, 2009, 1269 ss., con nota di CENTONZE.

[8] S.A. VILLATA, *Impugnazioni di delibere assembleari e cosa giudicata*, Milano, 2006; F. TERRUSI, *L'invalidità delle delibere assembleari della S.p.A.*, Milano, 2007; R. TUCCILLO, *La sospensione*

Fatte queste premesse può passarsi ad affrontare il tema in questione.

2. La clausola di compatibilità dell'art. 2479-ter, quarto comma, c.c. Si pone un tema di corretta delimitazione del potere interpretativo del giudice, laddove la norma dell'art. 2479-*ter* c.c.[9] fa riferimento al concetto di trascrizione nel libro sociale[10], *in thesi* diverso da quello di iscrizione nel registro delle imprese, e si sostiene che un dato sistematico, quale l'esigenza di una maggiore certezza e stabilità delle delibere societarie, non possa superare il dato letterale della norma, specie considerando che la cd. "*clausola di compatibilità*" consente il richiamo alle norme in materia di S.p.a. "*in quanto compatibili*", e ciò non ricorrerebbe per la radicale diversità dei due sistemi. Di qui l'esigenza di scrutinare l'esatto senso di tale riserva di compatibilità, i cui confini appaiono ancora incerti, al di là della risoluzione della questione specifica.

Il tema delle lacune della riforma delle società del 2003 (d.lgs. n.6 del 17.1.2003) è generalmente prospettato con riferimento alla disciplina delle S.r.l., priva - ad esempio - di una disposizione (equivalente) come l'art. 2394 c.c. sulla responsabilità verso i creditori sociali o l'art. 2409 c.c. sulla denunzia in tribunale. Occorre, quindi, comprendere se la 'mancata disciplina' di un fenomeno, che impatta sul funzionamento della S.r.l., si possa considerare una 'lacuna normativa non voluta', colmabile con l'utilizzo dell'analogia *legis* o *iuris* o se, invece, il legislatore abbia volutamente non previsto la disciplina di quel fenomeno, svolgendo così un generale rimando concettuale alla disciplina delle S.p.a. con

---

dell'esecuzione delle deliberazioni assembleari, in Codice delle misure cautelari societarie, a cura di L. Nazzicone, Torino, 2012; U. COREA, *La sospensione delle deliberazioni societarie nel sistema della tutela giurisdizionali,* Torino, 2008; ID., *sub.* art. 2378, in Commentario del codice civile, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2015; A. SCALA, P*rofili processuali dei nuovi artt. 2377 e 2378 in tema di impugnazione delle delibere assembleari invalide*, in Il nuovo diritto delle società, *Liber amicorum* Gian Franco Campobasso, diretto da Abbadessa, Portale, II, Torino, 2006; I. KUTUFA, *La sospendibilità di delibere assembleari già eseguite*, in *Giur. comm*., 2008, I, 78 ss.; R. SACCHI, A. VICARI, *Invalidità delle deliberazioni assemblear*i, in Le nuove S.p.A., a cura di Cagnasso e Panzani, I, Bologna, 2010; A. BERTOLOTTI, *Assemblea*, in Assemblea e amministratori, a cura di G. Cavalli, Torino, 2013, 334 Ss.

[9] V. REVIGLIONO E RAINELLI, *sub art. 2479-ter*, in Il nuovo diritto societario a cura di Cottino e Bonfante, Cagnasso, Montalenti, Bologna, 2004, Vol. 2, 1936.

[10] Libro che assume solo la funzione di "*pubblicità interna*" alla società ZANARONE, in Commentario Gabrielli, Milano, 2015, 1406, D. ARCIDIACONO, sub art 2479 ter, in Commentario del Codice Civile diretto da E. Gabrielli, Tomo 30, pag. 854 e seguenti.

una implicita e generale "*clausola di compatibilità*"[11]. La delineata metodologia di indagine sul tema ha lo scopo principale di evitare che si possa giungere a un appiattimento del tipo sociale delle S.r.l. a quello delle S.p.a.; pericolo conseguente al prevalere delle decisioni basate esclusivamente sul convincimento soggettivo dell'interprete, che di volta in volta giudica in ragione delle esigenze di tutela rilevate e ritenute più urgenti.

La prospettata questione giuridica può essere risolta se si pone rilievo alle evidenze risultanti dalla deduzione per la quale se le lacune determinano una 'contrarietà' ("*planwidrige*")[12] dello statuto delle S.r.l. all'instaurato nuovo complesso normativo e, quindi, impediscono allo stesso di esprimere efficacemente la *ratio* legislativa propria della riforma, esse possono considerarsi come 'non volute' e, quindi, è necessario ricorrere allo strumento dell'analogia. Diversamente, se le 'lacune sono volute dal legislatore', l'interprete non può limitarsi all'uso occasionale e soggettivo dell'analogia, ma occorre che trovi la corretta chiave di lettura della lacuna, che sia aderente allo spirito della novella normativa. È importante precisare che tale metodo di analisi delle lacune non può svolgersi facendo un confronto tra vecchia e nuova normativa della S.r.l., ma è opportuno avere riguardo soltanto alla novellata disciplina e ai lavori preparatori, perché altrimenti il rischio sarebbe quello di perdere di vista l'approdo al quale il legislatore vuole giungere con la riforma, cui occorre dare sostegno interpretativo nella sua concreta applicazione[13].

Tanto premesso dal punto di vista metodologico, appare corretta la comune considerazione secondo cui la nuova disciplina della S.r.l. – per quanto ampliata – sia ancora largamente dipendente da quella della S.p.a. Infatti, sono complessivamente 45 gli articoli dello statuto delle S.p.a. richiamati dalla

---

[11] C. ANGELICI, *Relazione di Sintesi*, in La Riforma del Diritto Societario dieci anni dopo. Atti del Convegno, Milano, 13-14 Giugno 2014; *Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, Giuffrè, 2015.
[12] C. W. CANARIS, *Die Festsetllung von Lücken im Gesetz*, 2nd edn, Dunckner & Humboldt 1983, p. 30: "Eine Lücke ist eine planwidrige Unvollständigkeit des positive Rechts (d.h. des Gesetzes innerhalb der Grenzen seines möglichen Wortsinnes und des Gewohnheitrechts)" (traduzione: "Una lacuna è un'incompletezza del diritto positivo (cioè del diritto nei limiti del suo possibile senso letterale e del diritto consuetudinario)".
[13] ANGELICI, *La società per azioni. Principi e problemi*, in Tratt. Cicu-Messineo-Mengoni-Schlesinger, 1, Milano, 2012, 215 ss.

disciplina delle S.r.l.[14]. Si tratta, però, di rinvii di vario genere e grado. In molti casi sono puntuali e fanno riferimento a specifici articoli e commi e sono introdotti da formule dirette come ad esempio "*si applicano*", "*a norma*" e similari (si veda: artt. 2465, comma 3; 2468, comma 5; 2471-*bis* c.c.); altri richiami sono, invece, rinvii mediante espressa "*clausola di compatibilità*", con formule come "*si applicano, in quanto compatibili*," (si veda: artt. 2479-*ter*, comma 4, 2482-*bis*, comma 6, c.c.); inoltre, è prevista l'applicazione della disciplina complessiva del collegio sindacale nelle società per azioni nei casi in cui questo sia obbligatorio anche nelle S.r.l. (art. 2477, comma 4, c.c.). Ne consegue che, a differenza dei richiami diretti, ogni qual volta si è in presenza di una clausola di compatibilità specifica, l'interprete dovrà svolgere, in ragione dei fatti di causa, un giudizio sui canoni ermeneutici discussi. Quindi, la novella richiama lo statuto della S.p.a. in maniera differente con l'obiettivo di riprendere gli elementi caratterizzanti il tipo società di capitali che possono essere più utili al funzionamento della S.r.l. Tali norme possono, quindi, essere qualificate come "*transtipiche*"[15] per la loro valenza interpretativa estensiva e la funzione trasversale, pensate, quindi, dal legislatore per trovare applicazione anche al di fuori della disciplina del tipo per il quale sono state previste ("*principio di transtipicità della norma*"). Rispetto alla natura transtipica di dette norme, la "*clausola di compatibilità*" è lo strumento che consente all'interprete di svolgere le proprie valutazioni rispetto allo specifico rinvio indicato dal legislatore.

Per quanto di interesse si noti come il legislatore all'art. 2479-*ter*, comma 4, abbia previsto come "*ove compatibili*" i rinvii allo statuto delle S.p.a. solo di alcune specifiche norme in tema di nullità delle delibere. Più nel dettaglio, non è richiamato l'art. 2379 c.c. che disciplina la nullità nelle S.p.a., ma sono, invece, richiamati gli artt. 2379-*bis*, 2379-*ter*, rispettivamente in tema di sanatoria della

---

[14] ZANARONE*, Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto delle società* - Liber Amicorum G. F. Campobasso, diretto da Abbadessa e Portale vol. 1, Torino, 2006, p. 73 ss.

[15] CAGNASSO, relazione al Convegno di Courmayeur del settembre 2018 dal titolo *Profili organizzativi e disciplina applicabile alle s.r.l. P.M.I.;* ZANARONE, *La società a responsabilità limitata. un modello "senza qualità"? (un ideale dialogo con Oreste Cagnasso)* in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della Crisi: studi in onore di Oreste Cagnasso*, diretto da Irrera, Torino 2020, p.19.

nullità e invalidità delle deliberazioni di aumento o di riduzione del capitale e della emissione di obbligazioni. L'omesso richiamo alla disciplina dell'art. 2379 c.c. sembrerebbe una 'lacuna voluta' dal legislatore, così da far prevalere la disciplina dell'art. 2479-*ter*, che, tuttavia, potrebbe retrocedere dinanzi alle previsioni degli artt. 2379-*bis*, 2379-*ter*, se ritenuti prevalenti nel giudizio di compatibilità. Quindi, dai richiami riscontrati occorre fare attenzione nel ritenere sempre esistente una 'generale clausola di compatibilità' tra statuti delle S.p.a. e delle S.r.l., poiché nel caso dell'art. 2379 c.c. questa non potrebbe operare. Invero, sarebbe più corretto sostenere l'esistenza di un richiamo indiretto all'art. 2379 c.c., poiché la disciplina degli artt. 2379-*bis*, 2379-*ter,* richiamata dall'art. 2479-*ter,* c.c., specifica il regime generale della nullità nelle S.p.a.

Da quanto emerge, è possibile affermare che, ancora oggi, l'attuale assetto normativo è complessivamente poco coerente con il disegno programmatico della riforma del 2003, ossia quello di creare "*un autonomo ed organico complesso di norme*" (art. 3, lett. a, legge delega 03.10.2001, n. 366)[16]. Per questa ragione, la giurisprudenza nello svolgere il suo giudizio di compatibilità è stata cauta nel ritenere non applicabile lo statuto delle S.p.a., per non incorrere nell'errore di causare una mancanza di tutela ai soggetti interessati e di creare un generale squilibrio contenutistico-strutturale nello statuto delle S.r.l. Nella ricerca del corretto contemperamento degli interessi, come nel caso in commento, l'interprete ha così dovuto elaborare un principio di diritto, per il quale vi è la compatibilità dello statuto delle S.p.a. su quello delle S.r.l., e, quindi, la

[16]F. VELLA, *I "vuoti" e i "pieni" della S.r.l.*, in *La riforma del diritto societario nella giurisprudenza delle imprese, Quaderni di Giurisprudenza Commerciale*, 404/2017, 199, per l'A.: "*Un utile esercizio per descrivere l'evoluzione degli istituti societari può essere quello di trovare un filo conduttore nel lessico delle analisi dottrinali e degli interventi della giurisprudenza che a questi istituti hanno dedicato la loro attenzione; vedere, in altri termini, come sono stati 'raccontati'. Per le s.r.l. è questo un esercizio tutto sommato abbastanza semplice perché nel corso degli anni ricorrono con frequenza espressioni dal significato omogeneo come, limitandosi ad alcuni, certo non esaustivi, esempi, 'ibridazione', 'ambivalenza organizzativa', 'né di qua né di là'. E sono espressioni che riflettono la ormai ben nota ambiguità di un modello che sin dalla sua nuova vita di inizio secolo è apparso senza una specifica e ben delineata identità, alla ricerca di un difficile equilibrio tra spinte personalistiche e corporative; privo, come qualcuno ha efficacemente sottolineato di 'anima dura', e ricco, invece di 'praterie' dai confini alquanto incerti*."

prevalenza del primo sul secondo, ogni qual volta la 'lacuna voluta' dal legislatore, possa creare incertezza sul regime di tutela degli interessi dei soggetti coinvolti[17].

3. La natura "programmatica" di proposta contrattuale della delibera di aumento di capitale. Ai sensi dell'art. 2436, comma 5, c.c. la deliberazione di modificazione dell'atto costitutivo non produce effetti se non dopo l'iscrizione nel registro delle imprese[18] sicché, sino a tale data, non sarebbe esistente e come tale impugnabile. A tale argomentazione potrebbe opporsi, verso chi abbia partecipato all'assemblea, che egli è comunque giuridicamente vincolato dagli effetti della decisione, non avendo alcun apprezzabile interesse ad attendere che la medesima sia iscritta. Tale argomentazione si sposerebbe con la distinzione, operata dall'art. 2479-*ter,* comma 4, c.c., che richiama per i soli vizi di nullità, azionabili da chiunque vi abbia interesse, la decorrenza dalla data di iscrizione della delibera nel registro delle imprese. Vigerebbe, dunque, un 'doppio binario' che distingue, in ragione della gravità e natura del vizio e dello *status* dell'impugnante, la decorrenza del termine di impugnazione di una delibera soggetta a iscrizione nel registro delle imprese. La lettura combinata degli artt. 2436, comma 5, c.c.; 2479-*ter,* comma 4 c.c. e 2379-*ter*, pone, quindi, in risalto il tema della natura giuridica degli atti non ancora esistenti e degli effetti che possono spiegare nel periodo di transizione. Infatti, in tale 'limbo' si contrappongono due interessi, da un lato la necessità di preservare la stabilità delle decisioni adottate e prevenire un flusso costante di potenziali contestazioni, prima ancora del dispiegamento degli effetti dell'atto; dall'altro lato la necessità di tutelare tutte le posizioni soggettive esistenti da eventuali atti illegittimi e potenzialmente dannosi. Occorre, pertanto, in primo luogo indagare la natura

[17] Nel metodo giuscommercialistico assume rilevanza l'esigenza di adattare la disciplina al miglior funzionamento degli istituti rispetto alle esigenze del commercio, anche in ragione della matrice consuetudinaria della materia e del metodo empirico che l'ha storicamente caratterizzata. Una chiara e approfondita ricostruzione del percorso storico e metodologico del diritto commerciale è contenuta in M. LIBERTINI, *Passato e presente del diritto commerciale*, Giappichelli, 2023, 1-513.
[18] F. GUERRERA, *sub* Art. 2436, in *Società di capitali*. Commentario, a cura di G. Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, II, Napoli, 2004, 1099; M. NOTARI, *sub.* Art. 2436, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, II, Milano, 2016, 2481 ss.

della delibera di aumento di capitale per individuare correttamente il momento della sua esistenza e di conseguenza il *dies a quo* per la sua impugnazione.

Vi è unanime consenso sulla natura programmatica della delibera di aumento di capitale, che non può ritenersi esistente ed efficace *erga omnes* se non dopo il deposito e l'effettiva iscrizione nel registro delle imprese. Tuttavia, tale condizione sospensiva non impedisce che alla delibera possa darsi immediato seguito con una manifestazione di interesse alla sottoscrizione dell'aumento di capitale da parte dei soci. Questa è la ragione per la quale la delibera di aumento è stata associata dalla prassi a una 'proposta contrattuale'[19], di per sé vincolante tra le parti e pertanto, efficace per quanto sottoposta alla condizione del successivo controllo dell'ufficio del registro e alla sua iscrizione. Tale interpretazione sostanzialistica non verrebbe ostacolata dalla lettura formale della disposizione, poiché si tratterebbe di una spontanea adesione dei soci[20]. Al riguardo, la giurisprudenza ha ritenuto valido anche il patto con il quale il socio si vincoli a sottoscrivere per intero l'aumento di capitale programmato dalla società, ritenendo che la previsione sul diritto di opzione influisca non sulla validità del negozio giuridico in quanto tale, ma solo sulla sua efficacia, che sarebbe anche in questo caso condizionata[21].

L'obbligazione del socio al versamento del capitale deriva, dunque, non tanto dalla assunzione della delibera di aumento, ma dall'adesione che questo manifesta successivamente e consistente nella sottoscrizione del nuovo capitale offertogli in opzione, ciò anche indipendentemente dall'avere egli concorso o meno, con il proprio voto, alla stessa deliberazione[22].

---

[19] Cass., 20.08.1995, n. 9066, in Società, 1995, 1281; conf. App. Torino, 15.12.1982, in *Società*, 1983, 1143.

[20] Massima n. 7, del Consiglio Notarile di Milano, Massime notarili in materia societaria, Milano, 2007, 59.

[21] Cass., 14.04.2006, n. 8876, in *Foro it*, 2007, 3217; Cass., 19.10.2007, n. 22016, in *Giust. civ*., Mass. 2007, 10 e in *Giust. civ*., 2008, 3, 663

[22] Cass., 19.10.2007, n. 22016, in *Giust. civ*., Mass. 2007, 10 e in *Giust. civ*., 2008, 3, 663. In dottrina, si veda ACCETTURA, *La posizione del socio di s.r.l*., in A.a.V.v., *La nuova s.p.a e la nuova s.r.l*., fondazione Aristeia, Milano, 2004, 156; V. LENER - TUCCI, *Decisioni dei soci e responsabilità degli amministratori*, in *La nuova s.r.l. Colà dove si puote*?, Bologna, 2003, 284;

La complessità della modifica statutaria dell'aumento del capitale sociale si coglie dalla circostanza che la delibera non comporta di per sé una modifica del capitale indicato nello statuto[23], poiché essa può qualificarsi come detto in una semplice offerta programmatica, che definisce tempi e condizioni dell'aumento del capitale, subordinato alla sua effettiva sottoscrizione. L'art. 2436, comma 1, c.c., nel prevedere che l'attestazione vada fatta entro trenta giorni dall'avvenuta sottoscrizione, conferma quanto fin ora osservato circa gli effetti della delibera di aumento e della sottoscrizione. La modifica effettiva dell'atto costitutivo si ha, pertanto, solo successivamente alle sottoscrizioni, essendo solo questo il momento che rileva per i terzi dal combinato disposto 2436, comma 1, c.c., art. 2479-*ter,* comma 4, c.c. e 2379-ter c.c. [24].

Deve, dunque, ritenersi invalido il deposito dell'atto costitutivo prima della raccolta delle sottoscrizioni e dell'attestazione da parte degli amministratori delle medesime. Di conseguenza, a nulla vale depositare uno statuto che prevede che il capitale sia stato solo deliberato, perché non ha alcun rilievo giuridico e pratico, vista la necessità di procedere al deposito del nuovo statuto in seguito alla sottoscrizione. Ragionevole appare, invece, l'ipotesi di adottare una delibera di aumento del capitale che contestualmente autorizzi l'organo di gestione a modificare lo statuto. In questo caso, si eviterebbe il deposito del nuovo statuto.

Nel caso di inerzia o di ostruzionismo degli amministratori l'attestazione va fatta dall'organo di controllo. Si consideri, quindi, che il termine dei 30 giorni per l'attestazione decorre dal momento in cui il capitale può intendersi integralmente sottoscritto o, nel caso di aumento scindibile, dagli intervalli attestanti i progressivi aumenti che l'assemblea o il consiglio possano avere stabilito. Nel caso in cui la sottoscrizione avvenga contestualmente alla delibera non appare rilevante l'attestazione degli amministratori richiesta dall'art. 2444 c.c., potendo intendersi

[23] È utilizzato il termine "*statuto*" in luogo del più corretto "*atto costitutivo*", in quanto utilizzato dal legislatore all'art. 2436 c.c.

[24] Trib. Milano, Decreto, 03.04.2013; Trib. Milano, Ordinanza, 09.08.2019, n. 36830 a tenore della quale: "*debbono infatti tenersi concettualmente ben distinti gli effetti che discendono dalla sottoscrizione da un lato (perfezionamento del c.d. negozio di sottoscrizione da cui discende l'acquisto della qualità di socio) e dal versamento dall'altro (che rimane oggetto di un obbligo il cui contenuto muta in riferimento alle concrete modalità di esecuzione e che in quanto tale è anche suscettibile di essere assoggettato a condizione)*".

sostituita dalla dichiarazione di sottoscrizione intervenuta e riportata a verbale della delibera di aumento[25]. In ogni caso, a tutela dei terzi, negli atti della società (tra i quali il bilancio) l'aumento di capitale non può essere indicato fino alla sua iscrizione nel registro delle imprese.

La delibera di aumento di capitale è dunque un atto per così dire "imperfetto", perché per un verso è suscettibile di essere eseguita attraverso la sottoscrizione prima della sua iscrizione, per altro verso, in assenza di quest'ultima, nessuna modificazione dell'atto costitutivo potrebbe verificarsi. La delibera non è dunque né impegnativa nè direttamente eseguibile, in quanto postula delle attività cui l'assemblea dei soci è estranea. Quindi, il socio può adempiere spontaneamente alla delibera di aumento di capitale prima della sua esistenza, ma vi sono ragionevoli dubbi che possa impugnare la delibera prima dell'iscrizione nel registro delle imprese o persino della sua esecuzione.

4. La distinzione tra termine di impugnazione e termine di iscrizione. Il tema si pone perché al socio, pur partecipe della decisione di aumento del capitale, che l'abbia impugnata entro il termine di 90 giorni dall'iscrizione, ma oltre quello decorrente dalla data assembleare e dalla trascrizione nel libro sociale, può essere eccepito il vizio di tardività, essendo tra l'altro egli a conoscenza della delibera, per avervi partecipato. La tesi, rinvenuta in alcuni precedenti giurisprudenziali molto recenti[26], fa leva sul dato letterale della norma e sul principio per cui non opererebbero, nella fattispecie, esigenze di garanzia di soggetti assenti o impossibilitati a conoscere entro i termini la deliberazione assembleare.

Al riguardo, la Suprema Corte in (Cass., 24.05.2023, n. 14469)[27] ha affermato che nell'ipotesi di invalidità della delibera di aumento di capitale, in

[25] P. MARCHETTI, *La pubblicità della esecuzione dell'aumento di capitale*, in *Notariato*, n. 3/1995, p. 311; F. GALGANO, *Aumento di capitale solo parzialmente eseguito*, in *Giur. comm.*, 1976, p. 500; T. ASCARELLI, *Studi in tema di società*, Milano, 1952, p. 298 ss.; F. FERRARA, *Deliberazione complessa in tema di aumento di capitale*, in Riv. soc., 1963, p. 279.
[26] In questi termini Trib. Catania 22.02.2023, poi confermata dal Collegio in sede di reclamo in data 25.05.2023.
[27] Conf. Trib. Roma 1° settembre 2010; Trib. Napoli 27 aprile 2022. n. 4099: "*L'ultimo comma della suddetta norma richiama [NDR 2479-ter], in quanto compatibili, gli artt. 2377 comma primo,*

maniera omogenea a quanto previsto in tema di S.p.a., il termine decorre dall'iscrizione presso il registro delle imprese e non già dalla data di trascrizione sul libro sociale, senza che il presunto "*taglio personalistico*" della S.r.l. incida sull'interpretazione della questione, facendo piuttosto leva sul connotato organizzativo e patrimoniale della delibera di aumento di capitale, anche a tutela dei terzi, meglio assecondata da un regime che dà maggiore certezza, quale quello di pubblicità commerciale.

Assunta, dunque, la condivisibile interpretazione della Suprema Corte, che rispetto alle delibere soggette ad iscrizione lascia decorrere da quest'ultima il termine di impugnazione, occorre comprendere se tale principio prevalga in ogni caso, ed anche al di fuori della fattispecie di nullità nel cui ambito è espresso, ovvero debba cedere in ipotesi di vizi meno gravi alla disciplina generale dell'invalidità nelle S.r.l., in ossequio alla "*clausola di compatibilità*" enunciata dall'art. 2479-*ter* comma 4, e del principio per cui il termine decorre, per chi abbia partecipato all'assemblea, dalla data di quest'ultima ovvero al più tardi della sua trascrizione, essendone egli in condizione di piena conoscenza.

L'adesione ad una teoria "*soggettiva*" o "*personalistica*", che cioè distingue in ragione della partecipazione del socio all'assemblea o della natura ristretta della compagine societaria, ovvero persino in considerazione della diversa gravità del vizio, in realtà pone diverse problematiche applicative. Anzitutto un problema conoscitivo può sorgere anche nei confronti degli stessi soci che hanno contributo ad assumere la decisione, se questa è stata presa in modalità scritta *extra* assembleare[28]. Infatti, il voto *extra* assembleare esprime una dichiarazione

---

quinto, settimo, ottavo e nono, nonché gli artt. 2378, 2379 bis, 2379 ter e 2434 bis c.c. In particolare l'art. 2379 ter c.c. dispone che nelle ipotesi di cui all'art. 2379 c.c. (nullità delle deliberazioni) la delibera di aumento del capitale sociale è impugnabile nel termine di 180 giorni dalla iscrizione del registro delle imprese; in caso di omessa convocazione il termine è di 90 giorni dall'approvazione del bilancio di esercizio nel corso del quale la delibera è stata anche parzialmente eseguita. La ratio della norma richiamata per l'impugnazione delle delibere societarie aventi ad oggetto l'aumento di capitale, nei casi in cui è prevista la sanzione della nullità (art.2379 c.c.) , è posta a tutela dell'esigenza di stabilità delle decisioni societarie."

[28] Sul "*tramonto del principio di collegialità"* si vedano fra tanti: C. A. BUSI, *Le decisioni non assembleari dei soci nella s.r.l.*, C.N.N. Studio n. 5489/I, 1/2005, p. 343; V. BUSANI, *Nelle Srl tramonta la collegialità*, in Il sole-24 ore, 2.8.2002, 19; BUSANI – CANALI, *Tramonta il metodo collegiale*, in Guida alle nuove società, Guida normativa Il sole-24 ore, Guide operative, Febbraio 2003, 54.

di consenso o di dissenso "*ricettivo*" solo nei confronti della società e non anche degli altri soci[29]. Peraltro, a prescindere dalla conoscenza della delibera, appare fondamentale per il socio disporre del verbale, per poter esaminare compiutamente quanto sia stato deliberato e valutare appropriatamente le ragioni di impugnazione, il che non può avvenire se non attraverso l'iscrizione, non essendo affatto detto, ed anzi apparendo da escludersi, che quest'ultimo sia consegnato contestualmente e spontaneamente dopo l'assemblea.

Ad avviso di chi scrive, dunque, ragioni di coerenza sistematica portano a concludere per una prevalenza del dato obiettivo, consistente nell'iscrizione nel registro delle imprese della delibera di aumento di capitale, rispetto al fatto, soggettivo, della percezione della sua esistenza ovvero della avvenuta trascrizione. D'altra parte, anche in altro precedente la Suprema Corte (Cass. Ord. 16.09.2019 n. 22987[30]) ha espresso il principio per il quale il socio dissenziente può impugnare la delibera di aumento del capitale solo dal momento della sua esistenza e, quindi, dalla sua iscrizione nel registro delle imprese. Né sembra rilevante la distinzione basata sulla categoria del vizio, stante che tale qualificazione giuridica, peraltro, risulta di difficile distinzione in alcuni casi, né sarebbe logico che il termine di decorrenza dell'impugnazione sia diverso a seconda dei casi, avendo il legislatore chiaramente inteso marcare la differenza concedendo un maggiore termine nei casi di nullità, ma non certo prorogando la data di decorrenza. Non sembra in tal senso che si debba valorizzare, quale elemento di segno contrario, il fatto che l'art. 2379 ter preveda un termine massimo di 180 giorni per l'impugnazione delle delibere di aumento di capitale, poiché la norma è esclusivamente finalizzata a garantire una maggiore stabilità

[29] V. MAGLIULO, in A.a.V.v., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano, 2003, 274 ss. Sulla stessa società non incombe, però, l'obbligo di comunicazione al socio della decisione adottata, giacché ai fini della sua informazione può ritenersi sufficiente la pubblicità interna della trascrizione della delibera nel libro delle decisioni dei soci. È, tuttavia, possibile immaginare una clausola statutaria che preveda un obbligo in capo agli amministratori di comunicare a tutti i soci e ai sindaci (ove nominati), l'avvenuta adozione di una decisione e il relativo contenuto. Si tratta di una *"pubblicità di cortesia*", che non sostituirebbe la pubblicità legale.

[30] La Cass. Ord. 16.09.2019 n. 22987, opera una distinzione delle ipotesi di nullità e annullabilità. Non si esprime, però, sui termini per l'impugnazione. Nello stesso senso si veda Trib. Milano 13.03.2014; Trib. Bologna 02.02.2022, n.241.

della delibera, persino nelle ipotesi di nullità, ma non certo ad affermare la specialità del regime di decorrenza della impugnazione in quest'ultima fattispecie.

5. Una lettura possibile: La decorrenza dall'iscrizione del nuovo capitale. In conclusione è utile soffermarsi su alcune considerazioni di carattere processuale, che tuttavia rivestono rilievo ai fini del tema. Il termine di impugnazione ha indiscutibilmente natura processuale, sicché, al di là delle questioni strettamente interpretative della disciplina societaria, occorre anche considerare l'esistenza della legittimazione ad agire e dell'interesse a ricorrere. Tali regole vanno altresì coordinate con quella della decorrenza della prescrizione prevista dall'art. 2935 c.c., secondo cui il termine parte dalla data in cui il diritto può essere fatto valere.

Ci si riferisce, in modo particolare, all'ipotesi di aumento di capitale che, per effetto dell'assegnazione dei termini per l'esercizio dell'opzione e poi di prelazione sull'inoptato, dalla data della delibera e da quella, necessariamente successiva, di sua iscrizione, determini il corso di un ulteriore lasso di tempo nell'ambito di cui è incerto se la deliberazione, pur iscritta, verrà o meno eseguita raccogliendo le sottoscrizioni.

Assunta la condivisibile tesi secondo cui il termine non decorra se non dalla data di iscrizione, conclusione cui può giungersi, peraltro, anche applicando coerentemente la disciplina processuale[31], ad avviso di chi scrive senza distinzioni basate sulla natura del vizio o la qualifica del soggetto, si pone la questione che l'aumento di capitale, ovvero una sua parte in caso di inscindibilità,

[31] La necessaria esistenza dell'atto impugnabile deriva dalla natura dell'azione *di* impugnazione che non può essere qualificata di mero accertamento. È una azione giudiziale associabile all'azione di annullamento di un atto amministrativo. In tal senso, appare utile riprendere la definizione invalsa nel diritto amministrativo di "*mancanza di legittimazione ad agire*" quale "*incompetenza temporanea*" di un determinato soggetto che, pur essendo titolare di un potere, non può esercitarlo in concreto per il mancato avverarsi di determinati fatti o per la presenza di fatti impeditivi. Quindi, la carenza di legittimazione si riscontrerebbe nel diritto amministrativo quando "*l'agente non può esercitare un potere compreso nella situazione soggettiva di cui è titolare ed è costretto alla inerzia*". Si tratta di una inerzia vincolata alla mancanza o la presenza di determinate circostanze di fatto, che in maniera trasversale nel caso in commento può individuarsi nella mancata iscrizione della delibera nel registro delle imprese.

non venga sottoscritto nei termini previsti[32]. In tale ipotesi le alternative sono due: 1. la prima è che la delibera, una volta iscritta, si ritenga perfezionata in tutti i suoi elementi costitutivi e sia dunque immediatamente impugnabile, accogliendo una nozione "*astratta*" di interesse ad agire, perché derivante dall'incertezza della sottoscrizione[33]; 2. la seconda è invece che solo l'avvenuta sottoscrizione renda

[32] Tema diverso è quello che, raccolte le sottoscrizioni, poi le somme non siano versate, il che non incide sul perfezionamento dell'operazione di aumento di capitale. Trib. Milano, Ord., 09.08.2019, n. 36830: "*debbono infatti tenersi concettualmente ben distinti gli effetti che discendono dalla sottoscrizione da un lato (perfezionamento del c.d. negozio di sottoscrizione da cui discende l'acquisto della qualità di socio) e dal versamento dall'altro (che rimane oggetto di un obbligo il cui contenuto muta in riferimento alle concrete modalità di esecuzione e che in quanto tale è anche suscettibile di essere assoggettato a condizione)*". Trib. Milano 19.01.2017: "*sottoscrizione di un aumento del capitale sociale di una società di capitali è un negozio giuridico unilaterale recettizio che non richiede una forma particolare, mediante il quale si perfeziona un contratto consensuale, a sua volta informale*". App. Milano 27.01.2004 "*la sottoscrizione delle azioni è un negozio avente natura consensuale e non reale, pertanto per il suo perfezionamento è sufficiente la semplice dichiarazione di volontà di voler esercitare il diritto e non anche il materiale versamento delle quote*"; Trib. Milano 19.04.2010 "*qualità di socio si acquista con la dichiarazione di sottoscrizione delle azioni e non già a seguito della sola delibera di aumento di capitale, anche se in ipotesi siano state versate da un finanziatore somme in conto dello stesso e gliene sia stata riservata la sottoscrizione di una frazione, nonché prefigurati, in virtù di patto parasociale, assetti istituzionali e gestori della società il cui capitale viene aumentato*". Trib. Roma 28.06.2016 "*l'obbligo di versamento da parte del socio della propria quota di competenza dell'aumento di capitale sorge non già in seguito alla deliberazione assembleare che ha approvato l'aumento, ma dalla distinta manifestazione di volontà negoziale, consistente nella sottoscrizione della quota del nuovo capitale offertagli in opzione, e ciò indipendentemente dall'avere egli concorso o meno con il proprio voto alla deliberazione di aumento; tale sottoscrizione, difatti, è riconducibile ad un atto di natura negoziale, e precisamente ad un contratto consensuale*". Cass. Sentenza n. 19813 del 2009: "*l'obbligo di versamento per il socio deriva non dalla deliberazione, ma dalla distinta manifestazione di volontà negoziale, consistente nella sottoscrizione della quota del nuovo capitale offertagli in opzione, ciò indipendentemente dall'avere egli concorso o meno con il proprio voto alla deliberazione di aumento"; ma altrettanto certo è che "la sottoscrizione della quota di spettanza dell'aumento ad opera del socio deriva da un atto di natura negoziale, e precisamente di un contratto consensuale (cfr. Cass. 26 gennaio 1996, n. 611), non soggetto a forme particolari, non essendone al riguardo prescritte dalla legge (Cass., sez. 1, 19 ottobre 2007, n. 22016, n. 600082)*". Trib., Milano 31.01.2021 "*È possibile procedere all'iscrizione della sottoscrizione di un aumento di capitale, ex art. 2481- bis , comma 6, c.c. , anche se non sia stata ancora versata la quota da parte del socio. Nell'aumento di capitale, il contratto di sottoscrizione si perfeziona con il consenso delle parti, e il versamento dei decimi è un'obbligazione esigibile in capo al sottoscrittore, che non interferisce con il perfezionamento del contratto di sottoscrizione. La vicenda da iscriversi, ai sensi dell'art. 2481- bis c.c. è appunto 'l'avvenuta sottoscrizione' del capitale in aumento, e ciò, indipendentemente dalla esecuzione da parte del sottoscrittore del versamento del 25% della parte di capitale sottoscritta*".

[33] CAPOTORTOTO, *Le condizioni dell'azione nel contenzioso amministrativo in materia di appalti: "l'interesse meramente potenziale" nuovo paradigma dell'ordinamento processuale? Dir. Proc. Amm*., fasc.3, 2020, pag. 665. Tale nozione "*astratta*" di interesse ad agire può farsi derivare da una possibile forma di tutela rispetto a "*interessi meramente indiretti, potenziali e astratti, la cui realizzazione richiede il verificarsi di plurimi eventi futuri e incerti*". Nozione per la quale "*non si tutela quindi una chance, ma si tutela un'ipotesi di chance connessa a un evento*". Tuttavia, è una nozione - molto discussa in dottrina - teorizzata in materia di appalti nel diritto amministrativo in

concreto l'interesse ad impugnare la delibera, destinata, in assenza, a rimanere mera intenzione, coerentemente con la propria natura "*programmatica*" di "*proposta contrattuale*", sicché, sino alla sua "*accettazione*", consistente con la manifestazione di volontà di sottoscrizione, non sorgono concreti interessi da tutelare. Accogliendo la prima ipotesi, peraltro, la mancata sottoscrizione determinerebbe necessariamente la sopravvenuta carenza di interesse ad agire, stante che nessun risultato utile il ricorrente potrebbe sortire nell'impugnare una delibera non suscettibile di modificare lo *status quo*[34], mentre permarrebbe interesse ad agire fin quando l'importo relativo all'aumento di capitale, eventualmente modificato, non sia rettificato presso il registro delle imprese[35].

D'altra parte, sino ad avvenuta sottoscrizione, è inibita l'iscrizione della modifica del capitale sociale presso il registro delle imprese sicché anche da questo punto di vista, data la rilevanza costitutiva della pubblicità commerciale, non può dirsi che la fattispecie si sia perfezionata determinando una modifica dello *status quo*; nelle more, infatti, i soci mantengono invariate le proprie posizioni societarie e non si verifica alcuna limitazione nell'esercizio dei propri

---

seguito alle elaborazioni giurisprudenziali della CGE, che, però, in ambito civile in trova riscontri. Per CARNELUTTI, *Teoria generale del diritto*, Roma, 1951, p. 238, nt. 106, tale posizione soggettiva è qualificata come quella del "*titolare ma non legittimato*". Dove per titolarità si intende la riferibilità in capo a un dato soggetto di diritto di una situazione soggettiva. Si v. anche CHIOVENDA, *Istituzioni di diritto processuale civile*, Napoli, 1935, p. 164 che definì la legittimazione ad agire come l' "*appartenenza soggettiva del diritto all'attore*". Da qui la qualificazione della legittimazione ad agire come "*condizione dell'azione*". Sul punto, si evidenzia che il concetto di legittimazione ad agire si è progressivamente emancipazione rispetto a quello della titolarità del diritto sostanziale che si assume violato. Per tale ragione, ai nostri fini, rileva più che la percezione soggettiva del diritto leso, l'azionabilità dello stesso. Si v., inoltre, REDENTI, *Diritto processuale civile*, II, Milano, 1953, p. 11 ss.; ANDRIOLI, *Commento al codice di procedura civile*, I, Napoli, 1954, *sub* art. 102.

[34] Una situazione simile si verifica nei casi di perdita di interesse ad agire del socio dissenziente che ha impugnato la delibera di approvazione del bilancio di esercizio, ma ha omesso di impugnare la delibera di approvazione del bilancio sostitutivo. In questo esempio l'accoglimento della domanda sul bilancio non produrrebbe alcuna utilità concreta per il socio, rispetto alla lesione denunciata e al sottostante interesse sostanziale in considerazione dell'esistenza del bilancio sostitutivo. Trib. Milano, 15.09.2022; Trib. Napoli 04.11.2021

[35] Trib. Milano, 23.07.2018: "*Deve invece trovare accoglimento la richiesta subordinata ex art. 700 c.p.c. volta a ottenere la rettifica dei dati che risultano iscritti nel registro delle imprese, dal momento che nella visura prodotta il capitale sociale è indicato in 300.000 euro, interamente sottoscritto e versato, mentre come visto sopra, al momento risulta sottoscritto un capitale di 300.000 euro, di cui versati solo 85.000,00 (10.000 + 75.000). Appare meritevole di tutela l'interesse dei terzi a conoscere l'effettiva consistenza patrimoniale della società, considerata l'intrinseca potenzialità lesiva di una iscrizione non veritiera*".

diritti. Solo dopo l'iscrizione del nuovo capitale, infatti, la compagine societaria verrà modificata e i soci risulteranno nel possesso delle quote effettivamente sottoscritte in esecuzione dell'aumento di capitale. L'art. 2379-*ter* non elimina, quindi, il diritto del socio a ottenere l'annullamento della deliberazione, ma lo rende azionabile quando la deliberazione ha già spiegato i suoi effetti. La *ratio* della normativa è, infatti, quella di dare attuazione al "*principio di stabilità*" in forza del quale trascorso il termine decadenziale la domanda è improponibile e il giudice non può invalidare la delibera. Pertanto, ai fini di quanto argomentato, assume rilievo l'iscrizione nel registro delle imprese della attestazione che l'aumento del capitale è stato eseguito, che deve svolgersi entro trenta giorni dall'avvenuta sottoscrizione delle azioni di nuova emissione, *ex* art. 2444 c.c.[36]

La mancata iscrizione dell'aumento di capitale e con esso la mancata modifica dello *status quo* del socio, considerando anche che la possibilità di far valere un diritto è strettamente connessa all'interesse a farlo, determina dunque, ad avviso di chi scrive e in coerenza con la natura della pubblicità commerciale in materia e quella programmatica di proposta contrattuale della delibera, l'esigenza che il termine finale di decorrenza sia fatto coincidere con quello di iscrizione del nuovo capitale.

[36] BASSI, *Invalidità delle deliberazioni assembleari di s.p.a. e tutela processuale del socio*, *Riv. trim. dir. proc. civ*., fasc.2, 2010, pag. 627; MEO, *Gli effetti dell'invalidità delle deliberazioni assembleari,* Milano, 1998.

La Dematerializzazione delle quote nelle S.r.l. tra normativa e tecnologia: un'analisi delle riforme recenti e delle prospettive future

di **Francesco Silla**

SOMMARIO: **Sommario: 1.** Premessa introduttiva. - **2.** Contrasto tra art. 100-*ter* TUF e 2468 c.c., possibili chiavi di lettura. - **3.** *Crowdfunding* per le s.r.l. - **4.** S.r.l. "aperte e s.r.l. "chiuse". - **5.** Questioni aperte in tema di circolazione delle quote. - **6.** Dematerializzazione delle quote, tra 100-*ter* TUF e legge capitali. - **7.** Le quote come strumenti finanziari digitali. - **8.** Quote di s.r.l. *DLT-based*. - **9.** Panorama italiano: il decreto *FinTech*.

Abstract

The article examines recent legislative developments regarding the dematerialization of shares in limited liability companies (S.r.l.) in Italy, analyzing the impact of legislative reforms from 2003 to the present. It focuses on the introduction of the possibility for S.r.l.s to access financial markets through crowdfunding and the standardization of shares. The compatibility of these innovations with the existing regulatory framework is discussed, considering both the historical principles of corporate law and new technologies such as Distributed Ledger Technology (DLT). The article explores the challenges and opportunities of dematerialization, highlighting the benefits in terms of transparency and efficiency in the circulation of corporate shares. It concludes by proposing potential future directions for further integration of digital technologies in the regulation of S.r.l.s and their impact on Italian corporate law.

1. Premessa introduttiva. Il graduale avvicinamento delle società a responsabilità limitata ai mercati finanziari, avviato cautamente con la riforma del diritto societario del 2003, ha permesso alle s.r.l. di emettere titoli di debito destinati agli investitori professionali. Questa misura, mirata a facilitare l'investimento pubblico tramite l'intermediazione e la garanzia di un investitore professionale soggetto a vigilanza prudenziale (art. 2483 c.c.), è stata successivamente modificata dalla legge "Interventi a sostegno della competitività dei capitali", 5 marzo 2024, n. 21[1].

[1] Cfr. G. Cavallaro, «*Il Mercato dei Capitali e le Agevolazioni per gli Investimenti in Italia*» Maggioli Editore, 7/2024.

Dal punto di vista del diritto societario, queste innovazioni hanno avuto un impatto significativo[2]. La possibilità di offrire quote al pubblico attraverso portali di *crowdfunding*, inizialmente riservata alle *start-up* e PMI innovative in forma di s.r.l. e successivamente estesa a tutte le piccole e medie imprese, ha rappresentato una novità sostanziale per un tipo di società tradizionalmente riservata a un gruppo ristretto di soci.

Prima della riforma avviata con il d.l. n. 179/2012 sulle *start-up* innovative, la chiusura al mercato era una caratteristica distintiva delle s.r.l. rispetto alle società per azioni[3]. La riforma del diritto delle società di capitali ha mantenuto alcuni capisaldi inviolabili dell'autonomia statutaria delle s.r.l[4]. In particolare, il carattere chiuso del modello si manifestava attraverso il divieto dell'art. 2468 c.c., che vietava la rappresentazione cartolare delle quote e la loro offerta al pubblico come prodotti finanziari[5].

La deroga a questo divieto, inizialmente introdotta per le imprese innovative e poi estesa alle s.r.l.-PMI, ha ridotto una delle principali differenze tra

---

[2] In Italia, la raccolta di capitali di rischio e debito tramite portali di *crowdfunding* è stata inizialmente permessa per le *start-up* (d.l. n. 179/2012, convertito in l. n. 221/2012) e le PMI innovative (d.l. n. 3/2015, convertito in l. n. 33/2015). Con il d.l. n. 50/2017 (convertito in l. n. 96/2017), questa possibilità è stata poi ampliata a tutte le PMI, anche quelle non innovative. A livello europeo, l'obiettivo di facilitare l'accesso ai mercati e ai finanziamenti per le piccole e medie imprese è stato stabilito fin dalla Carta Europea per le Piccole Imprese. Successivamente, questo tema è stato approfondito in vari documenti di *soft law* e atti normativi europei. Tuttavia, non esiste un legame diretto e sistematico tra le direttive europee e le riforme legislative adottate in Italia.

[3] Cfr. M. STELLA RICHTER JR, «*La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi di impresa*», Riv. Soc., 2019, 645.

[4] G. ZANARONE, «*La s.r.l. a vent'anni dalla riforma del diritto societario»* Giuffrè Francis Lefebvre, 2023, 22 e ss.

[5] Come è noto, oltre al consolidato divieto di emettere quote in forma di azioni, la riforma del 2003 aveva espressamente vietato alle s.r.l. di promuovere sollecitazioni all'investimento riguardanti le proprie quote. Nel 2007, questo divieto è stato modificato (art. 5 d.lgs. n. 51/2007), vietando le offerte pubbliche delle quote come prodotti finanziari. Questa doppia restrizione non è rara a livello europeo; tuttavia, molti Paesi non esplicitano il divieto di offerta pubblica delle quote, limitandosi a vietare la rappresentazione delle quote in titoli di credito o specificando che le quote non possono essere considerate valori mobiliari. L'ordinamento italiano, fino al 2007, vietava esplicitamente alle s.r.l. sia l'emissione di quote sotto forma di azioni che la promozione di investimenti legati alle proprie quote. Tale doppio divieto è stato poi modificato con il d.lgs. n. 51/2007, che ha proibito l'offerta pubblica delle quote come prodotti finanziari. A livello europeo, pur esistendo restrizioni simili, molti Paesi preferiscono vietare semplicemente la rappresentazione delle quote in titoli di credito o affermare che le quote non possono essere considerate valori mobiliari, senza esplicitare il divieto di offerta pubblica.
Cfr. P. AGSTNER, «*Le s.r.l. aperte: uno sguardo comparatistico*», fasc. 1/2024, Orizzonti del Diritto Commerciale, 198 ss.

s.r.l. e s.p.a., richiedendo una nuova considerazione del confine tipologico tra questi due tipi societari[6].

La recente legislazione sembra aver trovato un equilibrio. Pur mantenendo formalmente il divieto di appello al mercato dell'art. 2468 c.c., ora tutte le s.r.l., indipendentemente dalle dimensioni, possono offrire le loro quote al pubblico, derogando a tale divieto codicistico.

Nessun riferimento ai limiti dimensionali è contenuto nel regolamento europeo[7] sul *crowdfunding*, anche se dai considerando emerge la natura del codice civile, in particolare all'interno del Testo Unico in materia di intermediazione finanziaria, nel testo modificato dell'art. 100-*ter* TUF che disciplina le offerte al pubblico tramite piattaforme di *crowdfunding*. In occasione dell'adeguamento del diritto interno al detto regolamento europeo, avvenuto con il d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, è stato interamente riscritto l'art. 100-*ter* TUF, che, prima di tale modifica, rappresentava una delle principali fonti normative in materia di *investment crowdfunding*, insieme all'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, rimasto formalmente invariato[8].

2. Contrasto tra art. 100-*ter* TUF e 2468 c.c., possibili chiavi di lettura. Tra le evoluzioni più significative c'è l'ampliamento della possibilità di ricorrere all'*investment crowdfunding* a tutte le s.r.l., non più limitato solo alle s.r.l.-PMI, come stabiliva il precedente art. 100-*ter*. Sebbene l'impatto concreto di questa modifica sia minimo in termini di numero di s.r.l. effettivamente coinvolte, si tratta di un cambiamento di grande importanza sistematica a causa della tecnica normativa utilizzata. Infatti, l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF, deroga all'art. 2468, primo comma, c.c. senza specificare a quale fattispecie si applichi tale deroga,

[6] Cfr. D. DE FILIPPIS, «*S.r.l. PMI «aperta» (quote finanziarie, raccolta di capitale, crowdfunding)*», in *Tratt. soc.*, diretto da V. DONATIVI, III, Utet Giuridica, 2022.
[7] Regolamento n. 2020/1503 sul *crowdfunding* («Regolamento ECSP»)
[8] Il secondo e terzo comma prevedevano e continuano a prevedere che soltanto le s.r.l.-PMI abbiano la facoltà di emettere categorie standardizzate di quote, se dal caso prive del diritto di voto o con diritto di voto limitato.

creando una situazione in cui la stessa fattispecie è contemporaneamente vietata (art. 2468, primo comma, c.c.) e consentita (art. 100-*ter* TUF)[9].

Inoltre, le varie interpretazioni possibili per risolvere questa contraddizione hanno differenti implicazioni sulle modalità con cui una s.r.l. può raccogliere capitale di rischio attraverso canali alternativi rispetto alla trattativa privata. Su questo quadro complesso, si inseriscono alcune previsioni della legge capitali (n. 21 del 5 marzo 2024), in particolare l'introduzione della facoltà, riservata alle s.r.l.-PMI, di emettere quote in forma "scritturale" ai sensi dell'art. 83-*bis* TUF, purché standardizzate[10]. Questo *opt-in* ha conseguenze doppie: interagisce con il regime normativo dell'*investment crowdfunding* e solleva interrogativi circa un possibile ampliamento delle possibilità per le s.r.l. di accedere ai mercati finanziari alternativi.

Al fine di affrontare questa apparente antinomia tra l'art. 100-*ter* TUF e l'art. 2468 c.c., è necessario partire dalla constatazione che l'art. 2468, primo comma, c.c. e l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF hanno lo stesso perimetro applicativo: il primo dispone che "*le partecipazioni dei soci non possono [essere rappresentate da azioni né] costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari*", mentre il secondo afferma che "*le quote di partecipazione in società a responsabilità limitata possono costituire oggetto di offerta al pubblico di prodotti finanziari, anche attraverso le piattaforme di crowdfunding*". Pertanto, come detto, l'offerta "al pubblico" di quote di s.r.l. risulta essere simultaneamente soggetta sia ad un divieto (art. 2468, primo comma, c.c.) sia a una regola abilitativa/deroga (art. 100-*ter*, primo comma, TUF).

La riforma si innesta sul preesistente quadro normativo, ancora presidiato dai principi storici inerenti alla partecipazione nelle s.r.l. e specialmente dal "divieto" di rappresentazione in azioni delle partecipazioni medesime, codificato nell'art. 2468 c.c.[11] Tale "divieto" implica(va), precisamente, l'impossibilità

---

[9] Cfr. P. SPOLAORE, «*La partecipazione in s.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*», fasc. 1/2024, *ODC*, 175 ss.

[10] Cfr. G. Cavallaro, *op. cit.,* 14 ss.; P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO «*Commentario alla legge capitali*» Pacini Giuridica, 2024, 6 ss.

[11] M. CIAN, «*La dematerializzazione delle partecipazioni di società a responsabilità limitata (art. 3 L. 21/2024*)», Studio n.42-2024/I, Consiglio Nazionale del Notariato, n. 59, 27 marzo 2024.

giuridica di qualsiasi forma di documentazione della partecipazione che preluda all'attivazione della disciplina cartolare di tutela degli acquisti (artt. 1993 s. c.c.; art. 83-quinquies e 83-septies TUF)[12].

Ne deriva quindi che il rapporto tra le due disposizioni configura un'antinomia, piuttosto che una deroga, nonostante l'*incipit* dell'art. 100-*ter* TUF ("*In deroga a quanto previsto dall'articolo 2468, primo comma, del codice civile*")[13]. Quest'ultima, infatti, almeno dal punto di vista strettamente letterale, non ha un ambito di operatività più ristretto rispetto alla regola teoricamente derogata, con la conseguenza che non si riesce a rinvenire un rapporto di genere

---

[12] Per tutti v. A. DACCÒ, in *Diritto commerciale*, a cura di M. CIAN, III, Torino, 2024, 722 s.; M. NOTARI, «*Diritti "particolari" dei soci e categorie "speciali" di partecipazioni*», in *AGE*, 2003, 337; G. SANTONI, «*Le quote di partecipazione*», in G. SANTONI - F. BRIOLINI - G. M. BUTA- F. ACCETTELLA, «*Le società a responsabilità limitata*», Torino, 2022, 95. Sovente si ascrive al "divieto" anche un secondo significato, quello di precludere la scomposizione delle quote in unità partecipative standardizzate: in arg., oltre a NOTARI, v. G. ZANARONE, «*Della società a responsabilità limitata*», in *Codice civile, Commentario* fondato da P. SCHLESINGER e diretto da F. D. BUSNELLI, Milano, 2010, sub art. 2468, 506 ss.; L. A. BIANCHI - A. FELLER, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. MARCHETTI - L. A. BIANCHI - F. GHEZZI - M, NOTARI, «*Società a responsabilità limitata*» (a cura di L. A. BIANCHI), Milano, 2008, sub art. 2468, 310.

[13] La dottrina più esperta, come osservato da G. ZANARONE, *op. cit*. 23 ss., evidenzia che non esiste una connessione logica e necessaria tra il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio e il divieto di rappresentare le partecipazioni attraverso azioni. Il divieto di sollecitazione del pubblico risparmio tutela l'interesse collettivo, mentre la regolamentazione dei titoli di credito si occupa di risolvere conflitti tra individui. Di conseguenza, sebbene la standardizzazione delle partecipazioni possa favorire la loro diffusione tra il pubblico, i due concetti operano su piani distinti. Questa separazione è evidente nel diritto inglese, dove, nonostante il divieto per le *private company* di offrire le proprie quote al pubblico, il capitale è suddiviso in azioni, con l'emissione di certificati o *warrant* secondo il principio dell'acquisto a non domino (artt. 768 e 779 del Companies Act inglese del 2006).
Inoltre, Zanarone sottolinea che la possibilità di emettere quote unitarie, identificabili e cumulabili per ciascun socio, renderebbe queste quote più facilmente trasferibili, permettendo alla società di raccogliere risorse senza dover ricorrere al pubblico risparmio.
Questo approccio estende il divieto previsto dall'art. 2468, primo comma, del codice civile alla possibilità di rappresentare le quote come entità di pari valore ai sensi dell'art. 2348 c.c. Il legislatore considera queste entità come azioni, anche quando lo statuto, applicando l'art. 2346, primo comma, c.c., abbia escluso l'emissione dei relativi titoli. Sistematicamente, questa interpretazione è coerente con la distinzione fatta dalla legge delega (L. n. 366/2001, artt. 3 e 4), secondo la quale la s.r.l. è un tipo societario basato sul "principio della rilevanza centrale del socio", mentre la s.p.a. si basa sulla "rilevanza centrale dell'azione, della circolazione della partecipazione e della possibilità di ricorso al mercato del capitale di rischio". Secondo P. SPADA, in «*L'emissione dei titoli di debito nella "nuova" società a responsabilità limitata riformata*» in *Rivista delle società*, 2003, p. 801, questa interpretazione vieta la standardizzazione delle partecipazioni, intesa come "divisione del rapporto sociale in partecipazioni uguali, indipendenti dal numero e dalla misura degli aventi diritto". In contrasto, N. DE LUCA, «*Partecipazione "azionaria" e tipicità delle società di capitali*» in *Rivista di diritto civile*, 2004, II, p. 867, e P. ABBADESSA, nel commento all'art. 2325 in "*Società di capitali*", a cura di G. NICCOLINI e A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, Jovene, 2004, vol. I, p. 6, offrono interpretazioni diverse.

a specie tra il divieto e la sua eccezione[14]. Posto che le due previsioni sono gerarchicamente coordinate e non intercorre tra esse un rapporto di genere a specie, l'antinomia andrebbe risolta con l'abrogazione implicita della disposizione cronologicamente precedente incompatibile con quella posteriore: in questo caso, l'art. 2468, primo comma, c.c.[15] Un tale ragionamento, tuttavia, comporta il rischio di incostituzionalità dell'art. 100-*ter* TUF per eccesso di delega da parte del d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, poiché l'abrogazione, anche implicita, del divieto di offerta al pubblico delle quote di s.r.l. rappresenterebbe una modifica radicale di una componente tradizionalmente centrale della disciplina della s.r.l. codicistica.

L'esito di questa soluzione sembra andare oltre i confini della delega rilasciata al Governo con l'art. 5 della legge delega 4 agosto 2022, n. 127 (legge di delegazione europea). I principi ed i criteri direttivi di cui alla disposizione citata non fanno riferimento alla disciplina della s.r.l. codicistica o alla sua modifica, né richiamano espressamente la regolazione dell'offerta di quote di s.r.l. tramite *crowdfunding*, essendo piuttosto incentrati sull'indicazione di recepire il regolamento ECSP nel diritto nazionale.

Per evitare le conseguenze derivanti da una potenziale abrogazione implicita dell'art. 2468, primo comma, c.c., si è proposto di interpretare l'art. 100-*ter* TUF non come un'abrogazione implicita del divieto di offerta al pubblico *ex* art. 2468, primo comma, c.c., ma come la scelta di rendere questo divieto derogabile mediante apposita clausola statutaria o delibera di aumento di capitale. In questo modo, verrebbero mantenuti due distinti ambiti di operatività: uno per il divieto di offerta al pubblico di cui all'art. 2468, primo comma, c.c. (per tutte le s.r.l., salvo quelle che vi derogano espressamente) e uno per l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF (per le s.r.l. che vi derogano espressamente). Così, l'antinomia tra le due disposizioni diverrebbe soltanto apparente[16].

---

[14] P. SPOLAORE, *op. cit.*, 178.
[15] Cfr. F. BRIZZI, «*Offerta al pubblico e circolazione delle quote in seguito alla novella dell'art. 100-ter TUF: prime riflessioni*», *ODC* 2023, 909 ss.
[16] P. SPOLAORE, *op. cit.*, 180.

Questa proposta, sebbene sofisticata dal punto di vista argomentativo, non risolve del tutto il problema dell'antinomia tra il dettato codicistico e l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF Infatti, la decisione di derogare al regime dispositivo diverrebbe una condizione di ammissibilità dell'offerta *ex* art. 100-*ter* TUF, avvicinandosi all'idea che la "deroga" valga per ogni s.r.l. che decida di attivarla. Inoltre, è plausibile che tale facoltà venga esercitata ogni volta che una s.r.l. decida di condurre una campagna di *crowdfunding*.

È necessario inoltre valutare attentamente l'impatto della modifica normativa e considerare che l'ambito di applicazione dell'art. 2468, primo comma, c.c., in quest'ordine di idee, sarebbe molto limitato, soprattutto tenendo conto che il divieto di standardizzazione delle partecipazioni sociali è già derogato per le s.r.l.-PMI. Queste ultime infatti, a seguito della legge capitali, possono emettere quote in forma scritturale e standardizzata ai sensi dell'art. 83-*bis* TUF, con possibili implicazioni per l'accesso ai mercati finanziari alternativi[17].

Inoltre, nella valutazione di una potenziale incostituzionalità per eccesso di delega dell'ultimo intervento legislativo, emerge il riconoscimento che l'art. 100-*ter* TUF comporta una significativa alterazione dello *status* normativo dell'art. 2468, primo comma, c.c., applicabile a tutte le s.r.l. senza alcun collegamento diretto con il fenomeno del *crowdfunding*, che costituisce il limite imposto al legislatore delegato.

Questa obiezione si collega all'idea che la "deroga" prevista dall'art. 100-*ter* TUF riguardi esclusivamente il divieto di offerta al pubblico, lasciando inalterato il divieto di rappresentazione delle quote in azioni. In tale prospettiva, l'art. 2468, primo comma, c.c. conserverebbe il suo significato e ambito normativo, non venendo implicitamente abrogato dall'art. 100-*ter* TUF. Tuttavia, questa interpretazione non risolverebbe il problema dell'incostituzionalità per eccesso di delega, poiché la modifica coinvolgerebbe tutte le s.r.l., alterando il regime

[17] Cfr. D. SCHETTINI «*Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese (Art. 3)*» in *Il Mercato dei Capitali e le Agevolazioni per gli Investimenti in Italia*, a cura di G. CAVALLARO Maggioli Editore, 7/2024, 14 ss.

normativo complessivo delle s.r.l., indipendentemente dall'offerta tramite *crowdfunding*.

Inoltre, va osservato che l'ambito di applicazione dell'art. 2468, primo comma, c.c., residuo in questa interpretazione, sarebbe molto limitato. Infatti, il divieto di standardizzazione delle partecipazioni sociali, una delle due componenti del divieto di rappresentazione in azioni, è già derogato per le s.r.l.-PMI dall'art. 26, secondo comma, del d.l. n. 179/2012, convertito in legge il 17 dicembre 2012, n. 221. Questa disposizione consente la standardizzazione delle partecipazioni sociali e, a seguito della legge capitali, permette che tali quote siano sottoposte al regime di dematerializzazione, equiparandole dal punto di vista normativo ai titoli di credito.

In sintesi, il problema della potenziale incostituzionalità per eccesso di delega rimane rilevante, poiché le modifiche apportate dall'art. 100-*ter* TUF alterano significativamente il regime delle s.r.l. come disciplinato dall'art. 2468, primo comma, c.c. La soluzione proposta di interpretare la deroga in modo restrittivo non risolve quindi completamente la questione e potrebbe esporre la normativa a ulteriori rischi di incostituzionalità.

Un differente percorso argomentativo consiste nell'interpretare l'art. 100-*ter*, primo comma, TUF eliminando il termine "anche". Questo comporterebbe che la deroga all'art. 2468, primo comma, c.c. sarebbe consentita alle s.r.l. non in modo generale e indiscriminato, ma esclusivamente attraverso l'offerta di quote su portali autorizzati di *crowdfunding*, mentre il divieto *ex* art. 2468, primo comma, c.c., continuerebbe a valere per l'offerta al di fuori di questi portali. In questa prospettiva, le due disposizioni manterrebbero un autonomo contenuto precettivo, completandosi a vicenda e definendo l'enunciato normativo secondo cui è vietata l'offerta al pubblico di quote di s.r.l. se non tramite *crowdfunding* su portali gestiti da intermediari autorizzati[18].

Anche prescindendo dal fatto che questa conclusione è suggerita già dalla rubrica dell'art. 100-*ter* ("offerte di *crowdfunding*"), numerosi elementi presenti nel

[18] Cfr. S. CORSO, A. LAUDONIO, «*Le s.r.l. aperte al mercato tra crowdfunding e sperimentazione di nuovi ambienti digitali*» in *ODC* 1/2024, 127 ss.

contesto letterale della disposizione e considerazioni di ordine sistematico indirizzano in tal senso.

3 Crowdfunding per le s.r.l. Da un punto di vista letterale, è di particolare importanza l'inciso conclusivo dell'art. 100-*ter*, primo comma, che delimita esplicitamente l'ambito applicativo dell'offerta di quote nei "*limiti previsti dal regolamento (UE) 2020/1503*". Il regolamento ECSP disciplina unicamente le offerte condotte su portali di *crowdfunding* autorizzati e contiene una specifica disposizione volta a permettere, senza imporlo, di offrire anche "strumenti" diversi dai "valori mobiliari", come le quote di s.r.l., che, secondo alcuni diritti nazionali (come quello italiano), non sono di regola suscettibili di offerta al pubblico. Questa previsione non appare casuale, poiché attribuisce agli Stati membri la facoltà di decidere se consentire l'offerta mediante *crowdfunding* di partecipazioni in società diverse dalle azionarie.

L'art. 100-*ter*, comma decimo, TUF, afferma che "salvo quanto previsto dal presente articolo, le disposizioni del presente Capo non si applicano alle offerte di *crowdfunding*", il che implica che le regole dell'art. 100-*ter* si rivolgano esclusivamente alle offerte condotte su piattaforme autorizzate, che sono esentate dalla disciplina dell'"offerta al pubblico di sottoscrizione e di vendita" (Capo I). Il fatto che l'art. 100-*ter* si riferisca esclusivamente alle offerte su piattaforme *online* è confermato anche dalle lettere *a)* e *b)* del suo secondo comma, che presuppongono applicativamente l'"offerta di".

Dal punto di vista sistematico, la presenza di un *corpus* normativo organico (il regolamento ECSP e le relative disposizioni attuative, sia a livello europeo che nazionale) per l'*investment crowdfunding*, rispetto alla tradizionale esclusione delle quote di s.r.l. dall'investimento "sul mercato", indica che l'utilizzo di canali espressamente disciplinati per permettere alle s.r.l. di offrire le proprie quote come prodotti di investimento rappresenta una soluzione appropriata. Ciò è particolarmente rilevante considerando che la normativa europea sul *crowdfunding* mira a garantire il corretto funzionamento del relativo mercato attraverso l'imposizione di obblighi di condotta per i gestori delle piattaforme e

forme di tutela per gli investitori non professionali, distinguendosi così dai mercati finanziari tradizionali.

Ove si accogliesse un simile modo di ragionare, ragioni di coerenza sistematica imporrebbero di giungere ad analoga conclusione anche per quanto riguarda l'interpretazione dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, che menziona l'offerta di quote di s.r.l.-PMI "anche" tramite portali, sempre "nei limiti previsti dalle leggi speciali". Questo diventa particolarmente rilevante se si considera che il d.lgs. n. 30/2023, pur introducendo una nuova disciplina del *crowdfunding*, non ha esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012, il quale contiene la precedente normativa sullo stesso fenomeno. Pertanto, quest'ultima non può che ritenersi tacitamente abrogata.

Adottando questa logica, l'interpretazione dell'art. 26, quinto comma, d.l. n. 179/2012, dovrebbe seguire la stessa linea di ragionamento applicata all'art. 100-*ter* TUF, ovvero considerare che l'offerta di quote di s.r.l.-PMI è consentita solo tramite portali di *crowdfunding* autorizzati e nei limiti stabiliti dalle leggi speciali.

Tale coerenza interpretativa è necessaria per mantenere un quadro normativo uniforme e logico, soprattutto in un contesto in cui la regolamentazione del *crowdfunding* è stata recentemente aggiornata.

Inoltre, il fatto che il d.lgs. n. 30/2023 non abbia esplicitamente abrogato l'art. 30 del d.l. n. 179/2012 suggerisce che quest'ultimo sia stato tacitamente superato dalla nuova normativa. Questo implica che le disposizioni precedenti devono essere interpretate alla luce delle nuove regolamentazioni, garantendo che le offerte di quote di s.r.l.-PMI avvengano esclusivamente attraverso canali autorizzati di *crowdfunding* e nei limiti imposti dalle leggi speciali[19].

Questa interpretazione permette di risolvere eventuali conflitti normativi e di assicurare che le s.r.l.-PMI operino in un quadro regolamentare chiaro e coerente, in linea con le recenti evoluzioni legislative.

Il venir meno, nell'art. 100-*ter* TUF, del riferimento alla qualifica di PMI come condizione per l'accesso delle società a responsabilità limitata alle piattaforme di

[19] Cfr. F. SPOLAORE, *op. cit*.

crowdfunding è una soluzione che, pur non necessitata, si allinea con quanto previsto dal regolamento europeo sul *crowdfunding* e, più in generale, con gli obiettivi di sostegno alla crescita delle piccole e medie imprese, miranti a facilitarne l'accesso ai mercati dei capitali e ai canali alternativi di finanziamento.

Il regolamento europeo, infatti, non impone agli Stati membri di ammettere sui portali di *crowdfunding* le offerte relative a quote di "società private a responsabilità limitata", ma nemmeno circoscrive l'accesso alle piattaforme a una particolare tipologia di imprese, né pone limiti dimensionali alle società offerenti. Lascia invece piena discrezionalità ai legislatori nazionali, nella consapevolezza delle differenti discipline di diritto societario quanto alla raccolta sui mercati dei capitali da parte delle società a responsabilità limitata.

Il panorama comparatistico mostra una notevole varietà: nonostante siano soprattutto le piccole e medie imprese in forma di società a responsabilità limitata a fare ricorso al *crowdfunding*, nella maggior parte dei Paesi che hanno regolamentato questo canale di raccolta, le s.r.l. sono soggette al divieto di offerta al pubblico delle quote e al divieto di rappresentazione delle partecipazioni in forma cartolare, comportando maggiori costi e difficoltà nel reperimento di risorse sui mercati dei capitali[20].

In questo senso, la scelta del legislatore italiano di estendere la possibilità di offerta al pubblico delle quote a tutte le s.r.l. appare legittima e trova conferma in analoghe scelte compiute da altri Paesi. Tuttavia, sul piano del metodo, è discutibile in quanto l'inserimento all'interno del TUF di una previsione così ampia in deroga al diritto comune della s.r.l. avrebbe forse richiesto un diverso coordinamento con la disciplina codicistica.

L'intervento legislativo avrebbe richiesto una riflessione più approfondita sul rapporto tra disciplina speciale e diritto comune della s.r.l., poiché la disciplina speciale, sebbene "in deroga", assume un ambito di applicazione generale, diversamente dalle s.p.a. quotate. Alcuni commentatori hanno proposto

[20] Cfr. P. AGSTNER, *op. cit*., 202 ss. in riferimento alla soluzione prospettata dal Regno Unito per consentire alle private companies, sottoposte al divieto di offerta al pubblico di *shares*. Cfr. anche sul punto S. CORSO, «*Le s.r.l. «aperte» al mercato tra governance societaria e diritti dei soci investitori*», Giuffrè Francis Lefebvre, 2021.

un'interpretazione dell'art. 100-*ter* TUF per evitare censure di incostituzionalità per eccesso di delega, mantenendo il divieto codicistico di offerta al pubblico delle quote come connotato tipologico della s.r.l., seppur di *default*, e attribuendo a tale previsione una valenza di "norma a inderogabilità relativa".

Tuttavia, sembra evidente che, anche mantenendo al divieto *ex* art. 2468 c.c. il carattere di connotato tipologico "naturale" della s.r.l., la capacità del divieto di fungere da tratto identitario della s.r.l. si sia ormai azzerata. In pratica, il processo di destrutturazione del tipo societario, avviato con la riforma del 2003 e proseguito con la legislazione dell'ultimo decennio, sembra completato[21]. È necessario riconoscere un modello societario "senza tipo"[22], articolato dall'autonomia privata tra s.r.l. "chiusa" o "aperta", basato sulla comune disciplina codicistica integrata da disposizioni speciali, per lo più dispositive e facoltative[23].

Evidenti e ampiamente documentati sono i rischi che questi modelli comportano per la stabilità e la coerenza complessiva del sistema. Infatti, l'estemporaneità degli interventi e la proliferazione di regimi speciali che derogano alla disciplina ordinaria, con la conseguente creazione di varianti e sottotipi, complicano notevolmente il processo di ricostruzione normativa. Questo impegna gli interpreti in un arduo compito di risoluzione di antinomie e lacune, nel tentativo (non semplice) di garantire il raccordo con il sistema.

In particolare, nel diritto comune delle s.r.l., potrebbero trovare utile applicazione, una volta depurate dal riferimento al sottotipo "s.r.l.-PMI", le norme che permettono la creazione di categorie di quote con diritti differenti. Queste norme, attualmente inserite nella legislazione speciale per le *start-up* innovative ed estese successivamente alle PMI, hanno infatti una portata trasversale rispetto alle due varianti della s.r.l., chiusa e aperta. Non sono, d'altra parte, in

---

[21] Cfr. M. SPERANZIN, «P*iccole e medie imprese tra autonomia statutaria e ibridazione dei tipi (con particolare riferimento alle partecipazioni prive del diritto di voto)*», in Riv. soc., 2018, 335 ss.; *M. CIAN, «Le start-up innovative a responabilità limitata: partecipazioni, altri rapporti partecipativi e nuovi confini del tipo*», in Nuove leggi civ. comm., 2014, 1179; O. CAGNASSO, «*La s.r.l. un tipo societario "senza qualità"?*», in *NDS,* 2019, 1250 ss.

[22] Cfr. P. BENAZZO, «*La s.r.l. start up innovativa*», in *Nuove leggi civ. comm*.,2014, 128; secondo cui la s.r.l. sarebbe una mera etichetta svuotata di gran parte dei suoi profili identitari.

[23] P. MONTALENTI, «*Le nuove forme organizzative dell'attività economica: il diritto societario dai "tipi" ai "modelli".*», in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, 2017, 61 ss.

contrasto con il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, se si adotta l'opinione prevalente secondo cui tale divieto non impedisce la standardizzazione delle quote, ma piuttosto la loro applicazione alla disciplina cartolare[24].

Analogamente, la previsione relativa alla dematerializzazione facoltativa delle quote, introdotta dal d.l. n. 179/2012 per le *start-up* innovative, potrebbe trovare una collocazione più adeguata all'interno del TUF, che già disciplina la dematerializzazione delle azioni (artt. 83-*bis* e seguenti). Questa disciplina si applica ora alle quote di s.r.l.-PMI emesse in forma scritturale, in virtù del rinvio esplicito contenuto nell'art. 26, comma 2-ter, del d.l. n. 179/2012, come modificato dalla legge Capitali.

Anzi, l'estensione della disciplina della dematerializzazione alle quote (previamente standardizzate) sembra confermare ulteriormente la correttezza di un'interpretazione restrittiva del divieto di rappresentazione delle stesse in forma cartolare. Questo divieto, infatti, non ha sinora impedito né la standardizzazione delle quote, né il loro assoggettamento al regime di circolazione in gestione accentrata.

Le possibilità di razionalizzazione della normativa esistente potrebbero essere individuate *de iure condendo* all'interno della "delega per la riforma organica"[25] del TUF e delle "disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile applicabili anche agli emittenti", previste nella legge Capitali. Tuttavia, è evidente come i principi e i criteri direttivi della delega siano stati principalmente concepiti per la revisione della disciplina delle società che emettono azioni quotate.

Seppur mediante un complesso percorso normativo, la s.r.l. emerge come una società potenzialmente aperta al mercato. Tuttavia, le modalità e l'intensità

---

[24] G. SANTONI, «*Le quote di partecipazione*», in *Le società a responsabilità limitata* G. Giappichelli Editore, 2022, 95 ss..

[25] Sia consentito il rinvio a F. SILLA «*Delega al Governo 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 applicabili anche agli emittenti (Art. 19)»,* in *Il Mercato dei Capitali e le Agevolazioni per gli Investimenti in Italia*, a cura di G. CAVALLARO Maggioli Editore, 7/2024, 14 ss.

di tale apertura, insieme al tipo di *trading venues* accessibili, non risultano ancora comparabili a quelle delle società per azioni.

4. S.r.l. "aperte e s.r.l. "chiuse". La regolamentazione della variante aperta della società a responsabilità limitata appare, come già accennato, estremamente frammentata e situata in un'intersezione peculiare tra norme di diritto societario e norme di diritto dei mercati finanziari. Questo ricorda, in qualche modo, l'evoluzione della società per azioni, che si è sviluppata attorno alle varianti di s.p.a. chiusa e s.p.a. aperta (quotate e con titoli diffusi tra il pubblico in misura rilevante)[26].

Tuttavia, mentre le s.p.a. aperte sono state integrate nel codice civile sotto la definizione di "società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio"[27] e godono di una normativa parzialmente differenziata rispetto alle s.p.a. chiuse, le s.r.l. aperte non trovano riconoscimento nel codice civile, essendo attualmente regolamentate solo attraverso legislazione speciale.

Questo crea una sfida per gli interpreti nel conciliare la struttura del codice civile, che distingue ancora tra una s.r.l. chiusa e una s.p.a. potenzialmente aperta, con la normativa speciale che permette alla s.r.l. di offrire quote al pubblico e di dematerializzare le stesse[28].

Queste riflessioni portano a interrogarsi sul significato e l'importanza attuale del concetto di s.r.l. come società aperta. Sebbene tale espressione sia ampiamente utilizzata in letteratura, non ha un riferimento preciso nel diritto positivo, così come la più ampia categoria delle "società aperte"[29], elaborata dalla dottrina per indicare una connessione delle società con il mercato e la necessità

---

[26] Sulla formazione della disciplina delle società quotate tra diritto societario speciale e disciplina dei mercati finanziari di veda: R. COSTI, «*Il mercato mobiliare*», G. Giappichelli Editore, 2018., M. CERA, «*Le società con azioni quotate nei mercati*», Zanichelli, 2020, 2 ss.
[27] M. MAUGERI, «*Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*», in *Testo Unico Finanziario. Mercati ed Emittenti*, Zanichelli, vol. II, Bologna, 2020, 1232 ss.
[28] Sul tema v. G. MOSCO «*Le società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante fra definizione, norme imperative e autonomia privata. uno scalino sbeccato, da riparare in fretta*» In: *Riv. soc.* - ISSN 0035-6018. - 4:19(2004), pp. 863-880.
[29] Cfr. S. CORSO e A. LAUDONIO, *op. cit*. 130 ss.

di uno statuto normativo specifico, distinto in parte da quello delle "società chiuse".

Nel momento in cui si tenta di dare un significato più preciso all'espressione "società aperte", ci si rende conto che essa può essere interpretata in molti modi a seconda del contesto (ad esempio, considerando l'apertura verso il mercato primario o secondario). È quindi necessario chiarire le condizioni di utilizzo di tale termine in relazione al contesto specifico.

Inoltre, l'apertura di una società deve essere valutata in relazione al concetto di mercato, che è privo di una definizione univoca. Anche il termine "mercato dei capitali", che potrebbe sembrare più specifico, non ha una definizione precisa nella normativa dei mercati finanziari, come delineato nella direttiva MiFiD II e nel TUF[30]

Questi regolamenti identificano una categoria generale, quella delle sedi di negoziazione, che include vari luoghi dove domanda e offerta di strumenti finanziari si incontrano secondo un "sistema di regole predefinito". Questa categoria comprende mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione e sistemi organizzati di negoziazione[31]. Oltre a queste, esistono altre tipologie di ambienti di negoziazione che, pur avendo caratteristiche strutturali diverse, sono funzionalmente simili.

Pertanto, in una definizione ampia e ancora generica, l'espressione "società aperte" può essere utilizzata per indicare società che hanno effettuato, o programmato, l'offerta al pubblico delle loro partecipazioni in uno o più mercati dei capitali, intesi in senso lato, senza limitarsi a una specifica sede di negoziazione.

---

[30] cfr. F. ANNUNZIATA, «*La disciplina del mercato mobiliare*», Torino, Giappichelli, 2023, 102, "*la nozione di "mercato dei capitali" è assai più ampia di quella dei mercati regolamentati e, in assenza di una definizione normativa, può essere desunta dalla prassi e dall'analisi economica*". e cfr. inoltre, R. COSTI, «*Il mercato mobiliare*», Torino, Giappichelli, 2023, 12, che identifica il mercato dei capitali con il luogo in cui "*si negoziano strumenti finanziari di media e lunga durata destinati al finanziamento degli emittenti e in particolare delle imprese*".

[31] Sulla nozione di sede di negoziazione cfr., M. CIAN, «*sistemi multilaterali e i mercati «semiregolamentati»»,* in *Il Testo Unico finanziario*, 1126 ss. e v. altresì la definizione di cui all'art. 5-*octies*, lett, c), TUF che riprende quella dell'art. 24, par. 1, n. 24, direttiva MiFiD II.

Nel valutare la normativa applicabile alle società in relazione al loro accesso al mercato, è essenziale distinguere tra una potenziale apertura e un effettivo appello al pubblico risparmio. Si deve differenziare tra società che hanno realmente promosso l'offerta al pubblico delle proprie partecipazioni e quelle che hanno solo pianificato, ma non ancora realizzato, tale offerta sui mercati dei capitali.

La necessità di definire una normativa specifica per le società aperte si pone principalmente per quelle che hanno offerto le loro partecipazioni a un pubblico ampio e indeterminato di potenziali investitori[32]. Tuttavia, questioni specifiche possono emergere anche per le società che hanno destinato le loro quote al mercato tramite una delibera di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

Anche con la revisione attuale, la categoria delle società aperte risulta ampia e complessa. Le modalità, l'intensità, i termini e l'estensione della loro connessione con il mercato non sono chiaramente definiti, eccetto nei casi specificamente regolamentati, come le società per azioni quotate nei mercati regolamentati e le s.p.a. con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante, entrambe rientranti nella definizione più ampia prevista dall'art. 2325-*bis* c.c. Questa definizione, che serve come riferimento normativo per le società aperte, è stata però oggetto di critiche essendo considerata obsoleta e non più adeguata alle recenti evoluzioni del diritto e della prassi dei mercati finanziari[33]. Non riflette

[32] Per quanto riguarda le società per azioni quotate, si veda P. SPADA «*Tipologia delle società e società per azioni quotata*», in *Riv. dir. civ*., 2000, II, 218 s., che sottolinea la necessità di collegare lo statuto speciale all'effettiva ammissione delle azioni alla quotazione. In riferimento alle s.r.l., cfr. O. CAGNASSO «*La s.r.l. piccola e media impresa (P.M.I.)»,* in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, 105, il quale sostiene che per applicare uno statuto differenziato è fondamentale promuovere effettivamente l'offerta pubblica delle quote.

[33] Sebbene si cerchi di dare un significato più preciso a questa categoria, emergono alcune criticità. Ad esempio, per le società con titoli diffusi sono state sollevate perplessità a causa della vaghezza dei parametri, soprattutto quelli qualitativi, lasciati alla definizione regolamentare della Consob. Questo aspetto è stato evidenziato da G. PRESTI, «*Le nuove ricette del diritto societario*», in *Il nuovo diritto societario fra società aperte e società private*, a cura di P. BENAZZO, S. PATRIARCA, G. PRESTI, Milano, Giuffrè, 2003, 27, il quale ha osservato come tali emittenti rappresentino un sottoinsieme molto ristretto di società aperte, rendendo la fattispecie poco utile per ridurre il divario normativo tra le società per azioni non quotate e quelle quotate. Per un'analisi più dettagliata e le nozioni di base relative ai servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio, si rimanda agli studi di F. AVELLA «*Definizioni e nozioni di base. Servizi di investimento e gestione collettiva del risparmio*», in *Diritto delle società quotate e dei mercati finanziari*, a cura

infatti l'ampliamento delle sedi di negoziazione e l'estensione della categoria degli strumenti finanziari negoziati. Per questo, con la recente legge Capitali, il legislatore ha sentito la necessità di ridurre la rilevanza normativa di questa definizione, aggiornando la nozione di società emittenti strumenti finanziari diffusi[34].

Di conseguenza, nel trattare il concetto di s.r.l. come società aperta, è essenziale considerare l'evoluzione delle società per azioni che accedono al mercato del capitale di rischio, riconoscendo la diversità e complessità di questa categoria.

L'inclusione delle s.r.l. in questa categoria non è solo descrittiva o classificatoria, ma funzionale all'individuazione di una disciplina normativa condivisa, basata su esigenze analoghe. Il ricorso al mercato richiede infatti alcuni adeguamenti alla normativa delle s.r.l., attualmente basata su un modello di società chiusa con una compagine sociale ristretta.

Finora, l'opinione prevalente è stata che l'apertura al mercato concessa alle s.r.l.-PMI non giustifichi la loro assimilazione alle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, ai sensi dell'art. 2325-*bis* c.c. Di conseguenza, non è giustificata l'applicazione della normativa delle s.p.a. quotate o delle società con azioni diffuse tra il pubblico alle s.r.l. che offrono le loro quote sui portali di *crowdfunding*[35].

---

di M. VENTORUZZO, Torino, Giappichelli, 2023, 49 s.)., in particolare nel contesto del diritto delle società quotate e dei mercati finanziari

[34] Questo è stato realizzato principalmente attraverso la riforma della disciplina riguardante gli emittenti di strumenti finanziari diffusi, come delineato nell'art. 4 della legge "Capitali". Tale norma non solo riscrive la definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi, ma in alcuni casi elimina il riferimento alle "società che ricorrono al mercato del capitale di rischio", sostituendolo con una definizione più specifica di società "con azioni quotate in mercati regolamentati" (cfr. il testo modificato dell'art. 2391-bis, primo comma, c.c.).Inoltre, la norma aggiunge anche il riferimento alle «società con azioni negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione» (cfr. la modifica all'art. 2341-ter, primo comma, c.c.).
Per un approfondimento in materia sia consentito il rinvio a F.SILLA, «*Riforma della disciplina degli emittenti strumenti finanziari diffusi (Art. 4)***»** in *Il mercato dei capitali e le agevolazioni per gli investimenti in Italia*, a cura di G. CAVALLARO, Maggioli, 2024.

[35] F. BRIZZI, «*S.r.l. PMI e offerta al pubblico di quote di partecipazione*», Torino, Giappichelli, 2022, 103; E. PEDERZINI, F. DE GOTTARDO, «*Incentivi e ostacoli al finanziamento delle PMI s.r.l. sui mercati dei capitali*», in *Giur. comm*., 2022, I, 289.

Negli ultimi dieci anni, vari interventi legislativi hanno introdotto nuove forme di accesso al mercato per le s.r.l., sia per quanto riguarda le sedi in cui possono essere offerte le quote al pubblico, sia per il tipo di strumenti finanziari offerti. Tuttavia, le quote delle s.r.l., non potendo essere emesse in forma cartolare, non sono naturalmente predisposte per la negoziazione nei mercati dei capitali.

Le recenti riforme legislative, però, potrebbero richiedere una rivalutazione di questa posizione. Le s.r.l., indipendentemente dalle loro dimensioni, potrebbero infatti accedere ai mercati dei capitali e beneficiare di piattaforme di negoziazione più strutturate, come i mercati di crescita per le piccole e medie imprese[36].

5. Questioni aperte in tema di circolazione delle quote. È necessario prendere in considerazione non solo la deroga generalizzata al divieto di offerta al pubblico delle quote (che non è limitata esclusivamente alle piattaforme di *crowdfunding*), ma anche la previsione introdotta dalla legge "Capitali" di un regime opzionale di dematerializzazione delle quote, attualmente riservato alle s.r.l.-PMI che abbiano emesso quote standardizzate.

[36] In senso critico, rispetto alla possibile ammissione delle quote di s.r.l. alla negoziazione nei mercati di crescita per le piccole e medie imprese, cfr. P. SPOLAORE *op. cit*., il quale ritiene che la coesistenza nella stessa sede di negoziazione di quote di s.r.l. e azioni di s.p.a. "*equivarrebbe a consentire lo scambio di beni finanziari tra loro non omogenei e non fungibili*", rischiando di innescare "*meccanismi di market for lemons*". Questa critica evidenzia una delle caratteristiche dei mercati di crescita, dove l'eterogeneità degli strumenti finanziari deriva dal fatto che il sistema multilaterale non è riservato esclusivamente agli emittenti PMI, i quali possono costituire solo il 50% del totale degli emittenti. Di conseguenza, nulla impedisce che il volume maggiore degli scambi sia rappresentato da strumenti finanziari emessi da grandi emittenti cfr. M. CIAN, *op. cit*. 1136 ss.. La compresenza nei mercati di crescita di diverse tipologie di emittenti e strumenti finanziari con differenti livelli di complessità è quindi ammessa dal sistema e riflette l'organizzazione interna del mercato stesso, che prevede un segmento professionale accessibile solo agli investitori professionali e un segmento aperto agli investitori al dettaglio (v. regolamento Euronext Growth Milan 2023, 3 ss.). Inoltre, tutti gli emittenti che accedono a tali mercati, indipendentemente dalla loro dimensione e forma societaria, devono rispettare le stesse regole di accesso e permanenza sul mercato. Queste regole includono requisiti aggiuntivi individuati dal regolamento di mercato, che impongono obblighi specifici in materia di governo societario, informazione societaria e informazione finanziaria periodica cfr. in particolare, §§ 6 bis, 12 e 18 ss. del regolamento Euronext Growth Milan. Tali requisiti dovrebbero garantire un adeguato assetto di governance e un sufficiente livello di trasparenza e informazione per gli investitori, riducendo il rischio di fenomeni di selezione avversa.

Inoltre, è previsto un regime sperimentale a livello europeo e nazionale per le infrastrutture di mercato DLT, che permette alle s.r.l. di emettere titoli di debito in forma *tokenizzata* e di negoziarli tramite la tecnologia a registri distribuiti.

Questi sviluppi recenti offrono una nuova opportunità concreta per le s.r.l. di accedere, grazie alla dematerializzazione delle quote, a mercati di negoziazione alternativi come i mercati di crescita per le piccole e medie imprese. Inoltre, la tokenizzazione dei titoli di debito permetterà alle s.r.l. di utilizzare le infrastrutture di mercato DLT, dove sarà possibile collocare e scambiare strumenti finanziari rappresentati in forma digitale[37].

Considerando le trasformazioni significative che stanno avvenendo nei mercati dei capitali a causa dello sviluppo delle tecnologie digitali e dell'espansione delle tipologie di strumenti finanziari negoziabili, potrebbe essere necessario riformulare il concetto di "società aperte" in termini più ampi. Sembra infatti che questa categoria necessiti di una ridefinizione per adattarsi meglio alle tipologie di emittenti sempre più diversificate in termini di mercati, livelli di diffusione al pubblico e liquidità degli strumenti finanziari.

Come detto, la mancanza di coordinamento negli ultimi interventi normativi rischia di ampliare ulteriormente il divario tra la realtà delle s.r.l. "aperte" e la disciplina a esse applicabile. In particolare, l'ampliamento della platea di s.r.l. autorizzate a offrire quote al pubblico, indipendentemente dalle dimensioni, non è supportato da soluzioni normative adeguate alle esigenze di una società con una base di investitori estesa.

L'insufficienza della normativa relativa alla *governance* delle s.r.l. aperte al mercato è stata ampiamente riconosciuta[38]. Le recenti modifiche hanno solo parzialmente affrontato la questione, rafforzando i controlli ma senza considerare l'accesso della società al mercato[39]. Per le s.r.l. che intendono accedere a mercati

---

[37] Sia consentito il rinvio a F. SILLA, «*Fintech platforms to the test of MiCAR regulation: evidence from the FTX case*» (March 15, 2024). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=4848925 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.4848925.

[38] Cfr. E. PEDERZINI, R. GUIDOTTI «*La governance della società a responsabilità limitata*», Padova, Cedam, 2022.

[39] Come noto, le modifiche al diritto societario introdotte dal nuovo Codice della crisi d'impresa hanno reintrodotto per le s.r.l. alcuni strumenti di controllo, che si attivano al superamento di specifiche soglie dimensionali, indipendentemente dal fatto che la società faccia ricorso al

di negoziazione più strutturati, come i mercati di crescita, sarà necessario un adeguamento della *governance* interna. Gli emittenti dovranno rispettare specifici obblighi di *governance* come requisito di ammissione, comportando inevitabilmente costi di adeguamento[40].

Per quanto concerne i regimi di emissione e circolazione delle quote, è stato evidenziato un mancato coordinamento tra il nuovo testo dell'art. 100-*ter* TUF e l'art. 3 della legge Capitali, che introduce la dematerializzazione facoltativa per le quote standardizzate delle s.r.l.-PMI, definite come "*aventi eguale valore e conferenti eguali diritti*" (ai sensi dell'art. 26, secondo comma, d.l. n. 179/2012)[41]. Questo chiarisce che la standardizzazione delle partecipazioni è un requisito per la dematerializzazione[42].

Le s.r.l. "piccole e medie imprese" mantengono la possibilità di creare categorie di quote con diritti differenti, grazie alla validità del d.l. n. 179/2012, che consente la categorizzazione e standardizzazione delle quote in deroga alla disciplina del Codice civile. Ciò crea una situazione in cui una s.r.l. può creare categorie di quote e sottoporle alla disciplina della dematerializzazione solo se rimane entro le soglie dimensionali delle PMI. Se una s.r.l. supera questi limiti e perde la qualifica di PMI, questa possibilità viene meno.

Il percorso verso la standardizzazione delle quote non è privo di ostacoli e contraddizioni. L'art. 26 del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, insieme alle modifiche apportate dalla legge "capitali", si applica esclusivamente alle s.r.l. di piccole e

---

mercato. Si vedano in proposito l'art. 2477, commi secondo e quinto c.c., come modificati dal d.lgs. n. 14/2019, e le considerazioni di N. ABRIANI in «*Il sistema dei controlli nella s.r.l. tra modifiche del codice civile e Codice della crisi: un rebus aperto?*» in *La società a responsabilità limitata: un modello transtipico alla prova del Codice della crisi*, 867. D'altro canto, l'introduzione dell'obbligo di istituire assetti organizzativi adeguati alla dimensione e alla natura dell'attività (v. art. 2086 c.c., richiamato per le s.r.l. dall'art. 2475, primo comma, c.c.) apre la possibilità di conformare tali assetti in modo da tenere conto dell'apertura della società al mercato del capitale di rischio.

[40] Si veda, a tale riguardo, il regolamento Euronext Growth Milan del 2023, § 6.bis, che stabilisce tra le condizioni di ammissione al mercato l'obbligo per l'emittente di nominare almeno un amministratore indipendente (la cui indipendenza deve essere monitorata annualmente) e di designare un "soggetto professionalmente qualificato (*investor relations manager*) con l'incarico specifico (anche se non necessariamente esclusivo) di gestire i rapporti con gli investitori".

[41] Cfr. F. ANNUNZIATA «*Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese*» in *Commentario alla Legge dei Capitali*, 2024, Pacini Giuridica, 6 ss. e D. SCHETTINI, *op. cit*. 14 ss.

[42] Cfr. M. CIAN, «*La dematerializzazione degli strumenti finanziari*», in *Banca borsa tit. cred*., 2007, 647.

medie dimensioni, perpetuando così una disparità di trattamento rispetto alle s.r.l. di grandi dimensioni, una distinzione che è stata introdotta con le modifiche apportate dal d.l. n. 50/2017 al d.l. n. 179/2012. Questa disparità è ulteriormente evidenziata dal fatto che la discriminazione dimensionale non è presente nell'art. 100-*ter*, primo comma, TUF, come modificato dal d.lgs. 10 marzo 2023, n. 30, mentre l'estensione della disciplina DLT alle quote di s.r.l. è sancita dall'art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*, del decreto *FinTech*, senza alcun riferimento alla dimensione dell'impresa.

Nonostante questo disallineamento, le s.r.l. di grandi dimensioni possono comunque emettere quote di categoria con diritti limitati. Vi sono numerosi indizi che supportano questa interpretazione. La normativa del d.l. n. 179/2012, pur prevedendo espressamente la possibilità di emettere categorie di quote per le piccole e medie imprese, non specifica cosa accade se una società perde lo *status* di piccola o media impresa, una situazione che può verificarsi senza alcuna procedura formale o pubblicità.

L'art. 31, quarto comma, del d.l. n. 179/2012, originariamente riferito alle sole *start-up* innovative, regola la cessazione dell'applicazione della disciplina speciale, precisando che le clausole dell'atto costitutivo ai sensi dei commi 2, 3 e 7 dell'art. 26 mantengono la loro efficacia per le quote già sottoscritte e per gli strumenti finanziari partecipativi già emessi. Questo significa che la presenza di categorie di quote, pur influenzando profondamente la struttura finanziaria della società[43], non è incompatibile con lo *status* di grande impresa[44].

Inoltre, l'art. 31 del d.l. n. 179/2012 assume un significato diverso rispetto alla versione originale del decreto, dopo l'estensione delle regole dell'art. 26 a tutte le s.r.l. di piccole e medie dimensioni, non più solo alle *start-up* innovative. In passato, il contesto delle *start-up* innovative prevedeva che i soci con quote di

---

[43] Cfr. G.C.M. RIVOLTA, «*Diritto delle società. Profili generali*», Torino, Giappichelli, 2015, 133; N. ABRIANI, «*La struttura finanziaria della società a responsabilità limitata*», in *Riv. dir. soc*., 2019, 51 ss.

[44] Cfr. M. MALTONI, A. RUOTOLO, D. BOGGIALI, «La nuova disciplina delle (PMI) società a responsabilità limitata», Studio n. 101-2018/1 del Consiglio Nazionale del Notariato, in Studi e Mate-riali, 2/2018, con riferimento agli "effetti permanenti" di alcune delle deroghe al diritto societario contenute nel d.l. n. 179/2012, per l'ipotesi in cui la s.r.l. abbia perduto i requisiti per la qualificazione come PMI di cui originariamente era in possesso.

categoria continuassero a esistere anche in una società che diventava ordinaria, mantenendo una dialettica tra il gruppo dirigente e gli investitori in un progetto credibile. Questo approccio era riflesso nel regolamento Consob del 2013, dove il trasferimento del controllo doveva essere previsto come causa di recesso o come evento per attivare una clausola di co-vendita, mantenendo un rapporto significativo tra i soci fondatori e gli investitori in *equity crowdfunded*[45].

Attualmente, la perdita dei requisiti riguarda solo l'aspetto dimensionale della s.r.l., senza perdita di una specifica qualificazione, il che conferma la compatibilità per le grandi s.r.l. con quanto previsto per le piccole e medie imprese, sia per le quote di categoria emesse quando erano piccole o medie imprese, sia per l'emissione diretta di quote di categoria nelle grandi s.r.l. Questa capacità è essenziale per sfruttare le operazioni consentite dall'art. 100-*ter* TUF e dal regolamento (UE) 2020/1503, che riguarda le partecipazioni che possiedono le caratteristiche di "valori mobiliari", e per utilizzare la DLT per emettere quote come strumenti finanziari digitali, secondo quanto previsto dal decreto *FinTech* (art. 28, secondo comma, lett. *a-bis*).

La serializzazione e la dematerializzazione delle quote offrono benefici specifici per la loro offerta al pubblico e la circolazione nei mercati dei capitali. Di conseguenza, la normativa pertinente dovrebbe essere integrata nello statuto di una s.r.l. che desidera accedere ai mercati dei capitali[46].

6. Dematerializzazione delle quote, tra 100-*ter* TUF e legge capitali. Il recente *Report* sul *CrowdInvesting* ha evidenziato che le offerte prevalentemente riguardano categorie di quote standardizzate con diritti differenziati, variando spesso in base all'importo dell'investimento per soddisfare diverse tipologie di

[45] Cfr. I. CAPELLI, *op. cit*., 109 ss.
[46] Benché la standardizzazione delle quote in unità omogenee non garantisca automaticamente la loro negoziabilità, essa rappresenta un passaggio preliminare fondamentale per la loro diffusione nel mercato. Inoltre, la "riconoscibilità del valore in una categoria" è una caratteristica essenziale della nozione di valore mobiliare, costituendo una sorta di "pre-condizione" per la sua negoziabilità nei mercati dei capitali cfr. M. ONZA, L. SALAMONE, «*Prodotti, strumenti finanziari, valori mobiliari*», in *Banca borsa tit. cred*., 2009, 1, 580. Secondo F. Brizzi, *op. cit.* 921 ss., alle s.r.l. aperte dovrebbe essere permessa la standardizzazione dell'intera struttura partecipativa, al fine di realizzare "una vera e propria s.r.l. per azioni".

investitori[47]. Questa tecnica di strutturazione delle partecipazioni è particolarmente utile per le s.r.l. alla ricerca di finanziamenti esterni, fornendo un'alternativa ai diritti particolari del socio previsti dall'art. 2468, commi terzo e quarto, c.c.

La creazione di categorie di quote non implica necessariamente la loro standardizzazione in unità minime e indivisibili. È infatti possibile creare categorie di quote con diritti diversi senza dover stabilire una misura uniforme[48]. La standardizzazione delle quote è una tecnica aggiuntiva che può facilitare il collocamento e la circolazione delle quote tra gli investitori, offrendo vantaggi in termini di disinvestimento parziale[49]. Tuttavia, la standardizzazione diventa necessaria se si intende accedere al regime facoltativo di dematerializzazione delle quote, che richiede la fungibilità per motivi tecnici legati alla gestione accentrata.

Una s.r.l. che desidera promuovere l'offerta al pubblico delle quote potrebbe teoricamente evitare la loro previa standardizzazione e suddivisione in categorie, poiché le condizioni di accesso al mercato variano a seconda dell'ambiente di negoziazione scelto. Ad esempio, per l'ammissione delle quote nelle piattaforme di *equity-crowdfunding*, il regolamento europeo richiede solo che gli strumenti

---

[47] Cfr. «*Report sul Crowdinvesting*» del Politecnico di Milano (luglio 2023), 24, dal quale emerge che il 64% delle quote offerte sui portali appartengono a diverse categorie, con diritti di voto sterilizzati o mantenuti a seconda della soglia di investimento. Negli ultimi dodici mesi, la percentuale di offerte riguardanti quote senza diritti di voto è aumentata sensibilmente (23%), mentre è in diminuzione la prassi di offrire partecipazioni ordinarie. Un'altra indagine, condotta su una delle maggiori piattaforme di equity-crowdfunding, "*Crowdcube*", dimostra che nelle offerte che includono diverse classi di *shares* (c.d. "*dual-class offerings*"), gli investitori retail tendono a preferire *shares* prive di diritti di voto, mentre gli investitori professionali prediligono partecipazioni con diritti di voto. Cfr. D. CUMMING, M. MEOLI, S. VISMARA, «*Investors' choices between cash and voting rights; evidence from dual-class equity crowdfunding*», in Research Policy 48, (2019) 14, reperibile: www.elsevier.com.

[48] In tal modo, pur stabilendo un collegamento oggettivo tra diritti e quote, si preserva l'unitarietà della partecipazione del socio, permettendo comunque a quest'ultimo di possedere più quote appartenenti a diverse categorie, cfr. M. CIAN *op. cit.* 3 ss.

[49] Si veda la massima n. 171, «*Nozione di categorie di quote di s.r.l. PMI*», del Consiglio Notarile di Milano, che distingue tra categorie di quote "in senso stretto" standardizzate (caratterizzate dall'uguaglianza sia della misura delle quote che dei diritti attribuiti) e categorie di quote "non standardizzate" (caratterizzate dall'uguaglianza dei diritti attribuiti ai loro titolari, ma di diversa misura e ammontare).

offerti siano liberamente trasferibili nei mercati dei capitali, senza restrizioni che ne ostino il trasferimento[50].

Solo alcune sedi di negoziazione richiedono la standardizzazione e, a volte, la dematerializzazione delle partecipazioni, come avviene nei mercati di crescita, dove il regolamento di mercato esige che gli strumenti finanziari siano "liberamente negoziabili" e "sottoposti al regime di forma, legittimazione e circolazione dei titoli dematerializzati".

Per soddisfare il requisito della negoziabilità, non è indispensabile la cartolarizzazione dello strumento finanziario; è sufficiente una forma idonea allo scambio sul mercato dei capitali[51]. Il divieto di rappresentazione delle quote in azioni, di cui all'art. 2468 c.c., non costituisce quindi un vero ostacolo per considerare la quota come valore mobiliare[52].

È fondamentale sottolineare che una volta inserite in un sistema di gestione accentrata, le quote ricevono lo stesso trattamento giuridico di qualsiasi altro strumento finanziario dematerializzato, modificando profondamente il regime di circolazione e la legittimazione all'esercizio dei diritti sociali rispetto a quello codicistico. La circolazione avviene tramite operazioni di giro, come previsto dall'art. 83-*quater* TUF.

La normativa non specifica che questo avvenga in deroga o "in alternativa" alla disciplina dell'art. 2470 c.c. (e al d.l. 112/2008 per la variante non notarile), diversamente dalla circolazione intermediata prevista dall'art. 100-*ter* TUF. Tuttavia, l'integrale assoggettamento al regime di dematerializzazione esclude le quote scritturali dall'applicazione delle regole codicistiche. Le finalità della riforma ne risulterebbero altrimenti compromesse.

---

[50] Cfr. il considerando n. 13 e l'art. 2, primo comma, lett. *n)* del regolamento europeo *crowdfunding*. Sulla distinzione, quanto all'interpretazione del requisito della negoziabilità degli strumenti finanziari, tra mercati regolamentati e sedi alternative di negoziazione, vedi A. DENTAMARO, «*Azioni, quote di s.r.l.-PMI e loro negoziabilità nei mercati dei capitali e nelle sedi di negoziazione*», in *Giust. civ.*, 2022, 836 ss.

[51] cfr. S. Corso, A. Laudonio, *op. cit.*140 *ss.*

[52] Cfr. il regolamento del mercato Euronext Growth Milan, 2023, § 32, 19. Sui requisiti necessari per l'accesso e per la permanenza sui mercati di crescita e vedi, F. FORNASARI, «*Quotazione sui mercati di crescita e disciplina degli emittenti*», in *Giur. comm*., 2022, 1, 808 ss.

La circolazione scritturale delle quote è protetta, similmente a qualsiasi altro strumento finanziario dematerializzato, grazie all'applicazione degli artt. 83-*quinquies,* co. 2, e 83-*septies* TUF, come indicato nel nuovo art. 26, co. 2-*ter*, d.l. 179/2012. Le nuove modalità di trasferimento e intestazione scritturale delle quote comportano anche un diverso regime di legittimazione all'esercizio dei diritti, rispetto a quello codicistico. La norma cardine della gestione accentrata, art. 83-*quinquies*, co. 1, TUF, stabilisce che la legittimazione "piena ed esclusiva" si acquisisce con la registrazione in conto, concretizzandosi tramite le certificazioni e comunicazioni dell'intermediario.

In generale, la legittimazione riconosciuta dalla registrazione in conto segue la disciplina propria di ciascuno strumento finanziario (art. 83-*quinquies*, co. 1). Il nuovo co. 2-*quater*, art. 26, ripristina l'obbligo di tenuta del libro soci per le società che emettono categorie di quote in forma scritturale. Ciò solleva la questione se l'iscrizione nel libro soci sia necessaria affinché il trasferimento, attuato tramite operazioni di giro, sia efficace anche nei confronti della società, e se l'esercizio dei diritti sociali presupponga tale iscrizione, richiedendo al titolare della quota una certificazione dall'intermediario per aggiornare il libro soci.

Tuttavia, non sembra che la novella restituisca al libro soci nelle s.r.l. il ruolo perduto. Le ragioni testuali e sistematiche lo confermano. Il co. 2-*quater* non indica che il libro soci abbia una rilevanza di questo tipo e allinea le condizioni e modalità di aggiornamento alle regole vigenti per i titoli azionari, che escludono tale aggiornamento come preliminare all'esercizio dei diritti partecipativi (art. 2355 c.c.).

Sul piano sistematico, l'obbligo di tenuta del libro è previsto solo per le società che avviano al regime di dematerializzazione una categoria di quote e destinato ad accogliere anche le partecipazioni emesse in forma non scritturale. Se le annotazioni sul libro fossero necessarie per l'esercizio dei diritti relativi alle quote scritturali, dovrebbero esserlo anche per quelle non scritturali, deviando dalla regola dell'art. 2470 c.c. Ciò creerebbe una disparità di trattamento incomprensibile rispetto alle quote emesse dalle società che non adottano la dematerializzazione, per le quali non sussiste l'obbligo del libro soci.

La funzione della formalità documentale reintrodotta dalla novella è essenzialmente informativa, permettendo ai soci di ottenere dalla società un quadro completo dei dati relativi alla compagine sociale (ultimo periodo del co. 2-*quater*)[53].

7. Le quote come strumenti finanziari digitali. Il riconoscimento legislativo degli strumenti finanziari digitali dimostra che certi valori mobiliari possono esistere anche in forma esclusivamente tokenizzata, utilizzando la tecnologia a registro distribuito, senza necessità di ricorrere alla forma cartolare o scritturale per essere negoziabili sui mercati dei capitali[54].

In questo contesto, la standardizzazione potrebbe non essere necessaria per gli strumenti finanziari digitali destinati a circolare tramite tecnologia a registro distribuito[55]. Tuttavia, essa facilita, allo stato attuale, l'interazione con i sistemi di emissione e circolazione tradizionali basati sui conti.

L'interazione tra lo sviluppo tecnologico e le esigenze delle imprese, che sempre più si orientano verso la ricerca di risorse attraverso canali alternativi rispetto a quelli tradizionali, contribuisce a favorire la riduzione dei costi e la semplificazione degli adempimenti relativi alla circolazione delle partecipazioni. Queste necessità, in particolare, sono considerate prioritarie rispetto alle molteplici possibili ricadute sul governo dell'impresa e sulle prerogative dei soci, derivanti dalle nuove normative che influenzano la circolazione delle quote[56].

Il *crowdfunding*, componente essenziale del concetto di *Web 2.0*, consente la raccolta di fondi per progetti o iniziative imprenditoriali attraverso piattaforme

---

[53] Cfr. M. CIAN, *op.cit*. 5-6.

[54] Cfr., per la distinzione tra strumenti finanziari digitali "nativi" e strumenti finanziari come mere rappresentazioni digitali di secondo grado di attività tradizionali, il considerando n. 3 del reg. europeo Regime Pilota e vedi N. DE LUCA, M. DE MARI, «*Azioni tokens come fattispecie nativa*», in *Quaderno giuridico CONSOB*, 2023, n. 25, 95

[55] Cfr. il considerando n. 3 reg. europeo Regime Pilota. Sul requisito della standardizzazione v. le considerazioni dell'ESMA nel documento di consultazione relativo ai criteri di qualificazione dei crypto-assets come strumenti finanziari 10 ss., secondo cui «*for crypto-assets to form a class they should confer similar rights to investors, ensuring their tradability on markets*» ed inoltre «*negotiability on capital market also presupposes fungibility which has to be measured having regard to the capability of the crypto-asset to express the same value per unit*».

[56] Cfr. A. SCIARRONE ALIBRANDI, «*Il Testo Unico alla prova del FinTech*» in *Il Testo Unico Finanziario. Prodotti ed intermediari*, a cura di M. CERA, G. PRESTI, Bologna, Zanichelli, 2020, 45.

online, permettendo a chiunque di investire in attività economiche considerate interessanti o meritevoli. Nel nostro ordinamento, la regolamentazione del *crowdfunding* per le imprese ha subito un'evoluzione che può essere descritta come "incrementale". Nel tempo, infatti, si è assistito a un graduale abbandono delle condizioni di innovatività e dei limiti dimensionali, in presenza dei quali una s.r.l. avrebbe potuto collocare le proprie partecipazioni tramite un'operazione di *crowdfunding*. L'innovatività, elemento essenziale per ottenere la qualifica di *start-up* innovativa (d.l. 18 ottobre 2012, n. 179, convertito con modificazioni in l. 17 dicembre 2012, n. 221) e di PMI innovativa (d.l. 24 gennaio 2015, n. 3, convertito in l. 24 marzo 2015, n. 33), ha perso, come detto, il ruolo di requisito imprescindibile per accedere alle deroghe che permettono l'accesso al mercato del capitale di rischio[57].

Il Regolamento (UE) 2020/1503 (*Regulation on European Crowdfunding Service Providers for Business, Regolamento ECSP*)[58] ricomprende sia il collocamento di partecipazioni (*equity-based*) sia il *lending-based crowdfunding* sotto lo stesso quadro normativo, mentre il nuovo regolamento Consob sui fornitori di servizi di *crowdfunding* per le imprese, adottato il 1° giugno 2023[59], non prevede più gli obblighi di matrice societaria contenuti nel precedente regolamento Consob sulla raccolta di capitali di rischio tramite portali online, adottato con delibera n. 18592 del 26 giugno 2013 e successivamente modificato dalla delibera n. 20264 del 17 gennaio 2018. Mancano infatti l'obbligo di comunicare alla società e di pubblicare nel sito *internet* dell'emittente i patti

[57] In senso critico E. FREGONARA, «*Il restyling del regolamento Consob in tema di equity crowdfunding*», in *NDS*, 2016, 33 ss., e da F. ANNUNZIATA, «*PMI, quotazione, crowdfunding*», in *I modelli di impresa societaria fra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, Atti del XXIX Convegno, Courmayeur, 18- 19 settembre 2015, a cura di P. MONTALENTI, Milano, Giuffrè, 2016, 131 ss.

[58] Il regolamento (UE) 2020/1503 contribuisce a costruire un sistema finanziario diversificato e meno dipendente dal credito bancario, riducendo così il rischio sistemico e la concentrazione del rischio (vedi Considerando n. 1 della direttiva 2020/1504, che modifica la direttiva 2014/65/UE, MiFID II, sui mercati degli strumenti finanziari). La direttiva 2020/1504 esclude i fornitori di servizi di crowdfunding, come definiti all'art. 2, paragrafo 1, lettera e), del regolamento (UE) 2020/1503, dall'ambito di applicazione della MiFID II.

[59] delibera Consob n. 22720, consultabile al: https://www.consob.it/documents/1912911/1950567/reg_consob_2023_22720.pdf/24669272-bb2b-bde0-cb3a-257e5812eed2

parasociali (art. 24, primo comma, lett. b, regolamento Consob 2013)[60], e l'obbligo di inserire nell'atto costitutivo della società emittente una clausola che preveda il diritto di recesso o di co-vendita in caso di trasferimento del controllo (art. 24, primo comma, lett. a, regolamento Consob 2013). Tali prescrizioni, che attribuivano specifica rilevanza alla presenza di un rilevante gruppo di controllo tra i soci, capace di relazionarsi con la massa degli investitori in capitale di rischio, sono quindi venute meno.

L'attuale normativa in materia di *crowdfunding* si focalizza quasi esclusivamente sulla capacità dell'impresa di ottenere finanziamenti e sulla facile trasferibilità delle partecipazioni. In particolare, il Considerando 13 del Regolamento (UE) 2020/1503 indica la trasferibilità come elemento decisivo per attrarre l'interesse degli investitori, data l'importanza di un facile disinvestimento. In questo contesto normativo in rapida evoluzione, emergono ulteriori schemi innovativi che permettono alle imprese di aprire nuovi canali per il reperimento di risorse economiche: il progetto imprenditoriale può infatti essere finanziato tramite il collocamento al pubblico di *token o coin* (*ITO, o ICO*)[61], ricorrendo alla DLT[62].

8. Quote di s.r.l. *DLT-based*. La tecnologia *Blockchain* e, più in generale, la *Distributed Ledger Technology* (DLT) incarnano il concetto di *Web 3.0*, caratterizzato dalla decentralizzazione attraverso sistemi distribuiti e sicuri che minimizzano la necessità di intermediari centralizzati, migliorando sia la sicurezza che la trasparenza dei dati[63].

---

[60] L'art. 24, primo comma, lettera *b*, del regolamento Consob 2013 richiamava quanto stabilito dall'art. 2341-*ter,* primo comma, del codice civile in merito alla pubblicità dei patti parasociali nelle società che accedono al mercato del capitale di rischio.

[61] Cfr. I. CAPELLI «*Questioni aperte in tema di circolazione anche digitale della quota di s.r.l.: dalle operazioni di crowdfunding alla Distribuited Ledger Technology*» in *Orizzonti del Diritto Commerciale*, Fascicolo 1/2024.

[62] Il registro distribuito o distributed ledger è definito nell'art. 3(1)(2) del regolamento (UE) 2023/1114 (Markets in Crypto-Assets Regulation, MiCAR) come «an information repository that keeps records of transactions and that is shared across, and synchronised between, a set of DLT network nodes using a consensus mechanism».

[63] Cfr. P. DE FILIPPI, A WRIGHT, «*Blockchain and the Law – The Rule of Code*» Harvard University Press, 2019; M. MARLINSPIKE «*My first impression of web3*», Osnews, 7 gennaio 2022 e H. J.

Dal punto di vista pratico, l'uso dei registri distribuiti per la distribuzione di cripto-attività al pubblico presenta somiglianze con il *crowdfunding*, poiché entrambi mirano a raccogliere fondi dal pubblico per supportare iniziative economiche. Tuttavia, a differenza del *crowdfunding*, la DLT si distingue per l'eliminazione della necessità costante di un intermediario istituzionale. Questa tecnologia innovativa si basa su strumenti decentralizzati e disintermediati, fondati sulla fiducia nel corretto funzionamento del sistema tecnologico.

La DLT offre inoltre l'accesso a un mercato globale, caratterizzato dalla rapidità e facilità di adesione alle offerte[64], costi relativamente bassi[65] e sicurezza delle transazioni grazie all'automazione degli *smart contract*[66].

Le cripto-attività o i *token* legati ai progetti finanziati possono essere emessi e scambiati attraverso la DLT. Questi *token* possono essere *utility token*, che permettono l'acquisto di beni o servizi specifici, oppure *security token*, che rappresentano una partecipazione in un'attività finanziaria. I *token* possono conferire ai loro possessori vari diritti, come quelli relativi alla *governance* del progetto o alla partecipazione ai profitti generati. Pertanto, i *token* possono offrire prerogative analoghe a quelle delle partecipazioni societarie o contenere una parte di esse, fino a configurare una "*Decentralized Autonomous Organization*" (DAO), che viene governata direttamente dai possessori di DAO *token* attraverso il voto, senza la necessità di intermediari[67].

ALLEN, «D*riverless Finance: Fintech's Impact on Financial Stability*» Oxford University Press, 2 maggio 2022.

[64] In vero, la circolazione delle cripto-attività tramite *Distributed Ledger Technology* (*DLT*) non è immediata e non può essere paragonata al *trading* ad alta frequenza (*High Frequency Trading*, HFT) tipico dei mercati borsistici. La velocità di queste transazioni dipende da numerosi fattori, tra cui il tipo di DLT utilizzata, il carico della rete, le commissioni di transazione e i requisiti di conferma.

[65] Cfr. P. MAUME, L. MAUTE, M. FROMBERGER, "*The Law of Crypto Assets*". A Handbook, München, Beck, 2022, 181 ss.; G. GITTI, «*Emissione e circolazione di criptoattività tra tipicità e atipicità nei nuovi mercati finanziari*», in Banca borsa tit. cred., 2020, I, 15; G. GITTI, M. MAUGERI, C. FERRARI, «*Offerte iniziali e scambi di cripto-attività*», in *ODCC*, 2019, 99 ss.

[66] Cfr. M. CIAN, «*La criptovaluta - alle radici dell'idea giuridica di denaro attraverso la tecnologia: spunti preliminari*», in *Banca borsa tit. cred.*, 2019, I, 318. Sull'originaria ispirazione legata al *crypto-anarchism*, cfr. G. GASPARRI, «*Riflessioni sulla natura giuridica del bitcoin tra aspetti strutturali e profili funzionali*», in *Diritto Bancario*, https://www.dirittobancario.it/art/riflessioni-súlla-natura-giuridica-del-bitcoin-tra-aspetti-strutturali-e-profili-funzionali/.

67 Cfr. S. L. FURNARI «*La finanza decentralizzata cripto-attività, protocolli, questioni giuridiche aperte*» i saggi di minerva bancaria, 7/2023 e F. SILLA, *cit*. (n.37), 45 ss.

Le raccolte di fondi *online* effettuate dalle imprese possono sfruttare cripto-attività che rappresentano una forma di finanziamento per progetti imprenditoriali altrui, con la prospettiva di ottenere una remunerazione derivante dall'attività di terzi.

Recentemente, l'ESMA ha pubblicato un *Consultation Paper*, come richiesto dall'art. 2, comma 5, del MiCAR, per elaborare linee guida sulle condizioni e i criteri per qualificare le cripto-attività come strumenti finanziari[68]. Queste linee guida sono necessarie non solo per assicurare un'applicazione uniforme delle regole nell'Unione europea, ma anche poiché la regolamentazione applicabile dipende dalla natura finanziaria delle cripto-attività: gli *utility token* sono soggetti al regolamento MiCA, mentre i *security token* sono regolati dalla MiFID II e dal DLT Pilot Regime, che introduce disposizioni temporanee e amplia la definizione di "strumento finanziario" nella MiFID II, includendo gli strumenti finanziari digitali.

9. Panorama italiano: il decreto *FinTech*. In Italia, l'art. 31 del decreto legge 17 marzo 2023, n. 25, convertito con modifiche nella legge 10 maggio 2023, n. 52 (decreto *FinTech*), ha aggiornato la definizione di strumento finanziario nell'art. 1, secondo comma, del Testo Unico della Finanza (TUF), includendo espressamente «*gli strumenti emessi mediante tecnologia a registro distribuito*».

Il *Pilot Regime*, cercando un equilibrio tra la promozione dell'innovazione e la gestione del rischio per gli investitori, stabilisce norme specifiche per regolare le azioni, le obbligazioni e altre forme di debito cartolarizzato, come le ricevute di deposito relative a tali titoli, gli strumenti del mercato monetario e le quote di organismi di investimento collettivo (art. 25, paragrafo 4, lettera a, punto IV, MiFID II). Il regime prevede soglie specifiche di valore di mercato aggregato per mitigare i rischi per la stabilità finanziaria (art. 3 *DLT Pilot Regime*)[69].

---

[68] ESMA, «*Consultation paper on the draft Guidelines on the conditions and criteria for the qualification of crypto-assets as financial instruments*», https://www.esma.europa.eu/document/consultation-paper-draft-guidelines-conditions-and-criteria-qualification-crypto-assets.

[69] Il Considerando n. 23 del *DLT Pilot Regime* stabilisce che, per promuovere l'innovazione e la sperimentazione all'interno di un quadro normativo robusto, garantendo al contempo la protezione

Inoltre, il decreto *FinTech* introduce una regolamentazione dettagliata circa l'emissione, la negoziazione e la circolazione tramite DLT di specifici strumenti finanziari, come azioni, obbligazioni e titoli di debito delle s.r.l.[70], richiamando espressamente i limiti previsti dall'art. 3 del *DLT Pilot Regime*.

L'inserimento di azioni e obbligazioni nella categoria degli strumenti finanziari DLT permette la loro negoziazione attraverso nuove tecnologie, offrendo al contempo un quadro normativo chiaro. Questo include, in particolare, le azioni come "strumenti finanziari digitali" (come indicato nel decreto *FinTech*), permettendo alle aziende di sfruttare i benefici della DLT per il collocamento e la negoziazione di tali strumenti.

Il decreto *FinTech*, similmente alla regolamentazione del *crowdfunding*, si focalizza sulla sicurezza dei trasferimenti, tralasciando gli effetti della tecnologia sulle relazioni interne delle società. Le capacità di rapida negoziazione e ampia distribuzione degli strumenti finanziari non sono infatti accompagnate da normative che assicurino un'informazione adeguata ai soci. Inoltre, l'art. 17 del decreto *FinTech* conferisce ai soci il potere di operare direttamente sulla DLT, mettendo potenzialmente a rischio l'efficacia delle clausole statutarie sui limiti di trasferibilità delle partecipazioni, e quindi la stabilità della compagine sociale. Di conseguenza, l'uso della DLT impone l'implementazione di strumenti tecnologici

degli investitori, l'integrità del mercato e la stabilità finanziaria, i tipi di strumenti finanziari che possono essere negoziati o registrati in un'infrastruttura di mercato DLT devono essere limitati a specifiche categorie. Queste categorie includono azioni, obbligazioni e quote di organismi di investimento collettivo che rientrano in un'esenzione basata esclusivamente sull'esecuzione secondo la direttiva 2014/65/UE. Il regolamento prevede inoltre soglie di valore di mercato aggregato per questi strumenti finanziari DLT, che possono essere ridotte in determinate circostanze per evitare rischi alla stabilità finanziaria.

[70] In aggiunta, sono considerati anche altri titoli di debito autorizzati dalla normativa italiana, inclusi quelli emessi da soggetti non italiani ma regolati dal diritto italiano; ricevute di deposito per obbligazioni e altri titoli di debito emessi da entità estere ma gestiti da emittenti italiani; strumenti del mercato monetario regolamentati dal diritto italiano; e azioni o quote di fondi di investimento collettivo italiani come specificato nell'articolo 1, primo comma, lettera 1 del Testo Unico della Finanza (TUF) (art. 2 decreto *FinTech*). Tuttavia, non vi sono disposizioni per gli strumenti finanziari partecipativi che offrono diritti patrimoniali o amministrativi, escluso il diritto di voto nelle decisioni dei soci, come indicato nell'articolo 26, settimo comma, del decreto legge n. 179/2012.

aggiuntivi, come gli *smart contract*, per garantire il rispetto delle restrizioni statutarie[71].

Il decreto *FinTech* disciplina immediatamente solo le azioni come strumenti finanziari digitali; tuttavia, l'art. 28, secondo comma, lettera *a-bis*, permette alla Consob di includere anche le quote di partecipazione di una s.r.l., derogando alle normative vigenti sul regime di forma e circolazione di tali strumenti, inclusi gli articoli 2468, primo comma, 2470, commi da uno a tre, e 2471 del Codice civile.

Fino ad ora, la Consob ha utilizzato solo in parte i poteri conferiti dall'art. 28 del decreto *FinTech*. Il 6 dicembre 2023, la Consob ha approvato il "Regolamento sull'emissione e circolazione in forma digitale di strumenti finanziari" (regolamento Consob n. 22923), focalizzandosi principalmente sull'avvio del nuovo regime, come la definizione dei principi e dei criteri per la formazione e la gestione dell'elenco dei responsabili dei registri per la circolazione digitale, senza menzionare le quote di s.r.l.

L'approccio cauto della Consob riguardo all'applicazione del decreto *FinTech* alle quote di s.r.l. lascia spazio per futuri sviluppi. Tuttavia, la scelta del legislatore espressa nell'art. 28 del decreto *FinTech*, sebbene ancora non attuata pienamente, segna un cambiamento progressivo nelle normative che regolano la circolazione delle quote di s.r.l. Questo processo di evoluzione modifica le caratteristiche tradizionali delle partecipazioni in s.r.l., seguendo la recente modifica delle norme sul *crowdfunding* (art. 100-*ter*, primo comma, TUF), per facilitare l'accesso delle imprese al mercato del capitale di rischio e assicurare la facile trasferibilità delle partecipazioni.

Con l'adozione della tecnologia *blockchain*, prevista dal decreto *FinTech* e regolamentata dalla Consob, le esigenze di standardizzazione diventeranno ancora più rilevanti. Anche se attualmente le quote possono essere trasferite tramite DLT senza essere standardizzate, per sfruttare appieno i vantaggi della tecnologia in termini di efficienza, costi ridotti e trasparenza, è cruciale che le

[71] Cfr. S. L. FURNARI «*Validità e caratteristiche degli smart contract e possibili usi nel settore bancario finanziario*» in E. CORAPI, R. LENER (a cura di), *I diversi settori del FinTech. Problemi e prospettive*, 2019, 89-110.

quote siano facilmente collocabili e trasferibili. La standardizzazione semplifica queste operazioni, facilita l'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni tramite *smart contract* e riduce i tempi ed i rischi di controparte, rendendo le quote più attraenti, comprese quelle con limitazioni o esclusioni del diritto di voto previste dall'art. 26 del d.l. n. 179/2012.

L'art. 100-*ter*, primo comma, del TUF descrive un sistema complesso[72] per la circolazione delle quote societarie, composto da un regime ordinario ai sensi dell'art. 2470, secondo comma, del Codice civile, e due regimi alternativi su base volontaria. Il primo regime alternativo prevede l'uso della firma digitale (art. 36, comma 1-*bis*, d.l. n. 112/2008 e art. 14, ottavo comma, l. n. 183/2011), mentre il secondo si avvale di intermediari autorizzati come definito dall'art. 100-*ter* del TUF, noto anche come "dematerializzazione delle quote".

Il primo regime alternativo, implementato attraverso l'interpretazione autentica dell'art. 14, ottavo comma, della l. n. 183/2011, permette il trasferimento delle partecipazioni utilizzando la firma digitale, in conformità con l'art. 24 del Codice dell'Amministrazione Digitale (d.lgs. 7 marzo 2005, n. 82). Questo sistema semplifica e riduce i costi del processo, eliminando la necessità di un notaio per il trasferimento telematico delle quote. Il secondo regime, anch'esso volontario, prevede l'intervento di intermediari, riducendo gli oneri di circolazione e facilitando la fluidità del mercato secondario.

L'obiettivo è quello di velocizzare e semplificare la circolazione delle partecipazioni, superando le tradizionali regole codicistiche sulla pubblicità. La facilità di trasferimento delle quote è vista come un vantaggio significativo, poiché il successo della raccolta di risorse da parte di un'impresa dipende in gran parte dalla possibilità di trasferire facilmente le partecipazioni, proteggendo così l'interesse degli investitori a disinvestire. La dematerializzazione delle quote di s.r.l. rappresenta un passo cruciale verso un sistema economico più efficiente e trasparente, semplificando l'accesso e la regolamentazione dei mercati di capitali. Questo processo, facilita l'interazione con il mercato dei capitali ed apre

[72] Cfr. N. CIOCCA, G. MARASÀ, «*Il trasferimento delle partecipazioni*», in *Le società a responsabilità limitata*, a cura di C. IBBA, G. MARASÀ, 1, 680 ss., 1/2020.

nuove possibilità non solo per le imprese ma anche per il *private banking* ed i consulenti finanziari. In un mondo sempre più digitale, la dematerializzazione delle quote societarie è una tappa indispensabile per qualsiasi azienda che voglia rimanere competitiva e innovativa.

AUTORI

MARCO COLUZZI, Dottorando di ricerca in Diritto ed economia della società digitale presso l'Università Telematica Internazionale UNINETTUNO

SALVATORE LOPREIATO, Docente a contratto di Diritto commerciale presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma e presso l'Università degli studi "Mediterranea" di Reggio Calabria

BERNARDO GIORGIO MATTARELLA, Professore ordinario di Diritto amministrativo nell'Università LUISS Guido Carli di Roma

ROBERTA MEOLI, Dottoranda di ricerca in Law & Business prersso l'Università LUISS Guido Carli di Roma

GIAN DOMENICO MOSCO, Professore ordinario di Diritto commerciale nell'Università LUISS Guido Carli di Roma

ANDREA PALAZZOLO, Ricercatore in Diritto commerciale presso l'Università della Calabria e Docente a contratto presso l'Università LUISS Guido Carli di Roma

FRANCESCO SILLA, Cultore della materia presso la Cattedra di Formazione Legale nell'Università LUISS Guido Carli di Roma

LLR - LUISS Law Review
Rivista online del centro di ricerca LUISS DREAM
Dipartimento di Giurisprudenza LUISS Guido Carli
Registrata presso il Tribunale di Roma con il n. 65/2016
ISSN 2531-6915
Direttore responsabile: Gian Domenico Mosco
Responsabile di redazione: Raffaella Scarabino
LUISS Guido Carli - Viale Pola, 12, 00198 Roma, Italia P.I. 01067231009

LUISS DREAM
Diritto e Regole per Europa
Amministrazione e Mercati