PUBBLICAZIONE SEMESTRALE
ISSN 2785-7298

Supplemento 2026 - Vol. II

Dialoghi di Diritto dell'Economia

La riforma del TUF. Intermediari, mercati e nuove frontiere del diritto dell'economia

Università degli Studi di Napoli "Parthenope", 9-10 Aprile 2026

A cura di Diego Rossano e Filippo Sartori

DB

dirittobancario.it/dialoghi

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da
Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale
Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale
Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria
Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini

Mercato dei capitali finanza strutturata
Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza
Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati
Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalaqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza
Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato

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

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche
Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

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

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

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

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

Sede della Redazione

Università degli Studi di Trento – Facoltà di Giurisprudenza

Via Verdi, n. 53, 38122 TRENTO

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Sommario

F. Sartori, Prefazione.....1

F. Freni, Saluti.....5

A. Sciarrone Alibrandi, Introduzione.....9

A. Brozzetti, L'educazione finanziaria nel TUF riformato: un'occasione mancata o una scelta di campo lungimirante?.....17

C. Brescia Morra, I testi unici al tempo della deglobalizzazione.....51

R. Lener, Architettura generale del TUF riformato. Valutazioni introduttive su intermediari e mercati...63

D. Rossano, Corporate governance e informazione: strumenti e limiti dell'autonomia nella riforma del TUF.....73

A. Urbani, Riflessioni sparse sulla funzione di controllo nella disciplina riformata degli emittenti dalla prospettiva del diritto dell'economia.....81

A. Di Amato, La modalità di svolgimento dell'assemblea secondo il nuovo art. 125-bis.1 TUF.....93

R. Natoli, I doveri e le responsabilità degli amministratori non esecutivi di s.p.a. dopo la riforma di cui al D. Lgs. 27 marzo 2026, n. 147.....115

A. Sacco Ginevri, La nuova disciplina dell'o.p.a. fra impresa e mercato.....125

P. Lucantoni, Trasferimento del controllo nelle OPA bancarie tra continuità e innovazione: i presidi a tutela del risparmio.....131

A. Tucci, Cooperazione e concerto nella riforma dell'OPA.....149

M. De Poli, L'acquisto totalitario su autorizzazione dei soci.....169

G. Lemme, Tutela di risparmiatori e investitori retail nella riforma del TUF.....189

F. Accettella, La nuova società di partenariato nel prisma degli Oicr societari.....205

F. Annunziata, La riforma della gestione collettiva del risparmio con particolare riguardo alla riforma del Testo Unico della Finanza.....229

M. Rabitti, Il TUF nel contesto europeo, snodo tra risparmio, innovazione, integrazione europea. Spunti introduttivi.....267

M. Maggiolino, La concorrenza che la riforma del TUF non vede: interlocking directorates e fondi di investimento alla prova del diritto antitrust.....277

M. Pellegrini, Il sistema dei rimedi e le sue funzioni: tra deterrenza, proporzionalità ed efficienza del mercato.....309

M. Semeraro, Le tutele nel TUF.....319

M. Passalacqua, Semplificare regole e vigilanza nei mercati dei capitali: Less is More?.....335

Riflessioni sparse sulla funzione di controllo nella disciplina riformata degli emittenti dalla prospettiva del diritto dell'economia

Alberto Urbani
Professore Ordinario di Diritto dell'economia
Università Ca' Foscari Venezia

Sommario: 1. Introduzione. - 2. I princìpi generali sulla composizione degli organi. - 3. I doveri dell'organo di controllo. - 4. Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. - 5. Obiettivi raggiunti?

1. Introduzione.

Si può ragionevolmente affermare che l'ampio Capo che nel Testo unico della finanza raccoglie la «*disciplina delle società con azioni quotate*» nel contesto della Parte dedicata agli «*Emittenti*» è, tra tutti, quello nel quale il diritto commerciale assume una posizione di preminenza rispetto agli altri saperi giuridici, compreso il diritto dell'economia. Ovviamente ciò non significa tuttavia che anche in questo ambito manchino interessanti convergenze di interesse scientifico tra giuscommercialisti e giuseconomisti, seppure gli uni e gli altri con il *proprium* che li caratterizza: nonostante infatti il terreno di studio sia lo stesso, i primi, si sa, tendono usualmente a privilegiare i temi di governo societario, soprattutto per coglierne le specificità rispetto alla disciplina generale delle società di capitali, mentre gli studiosi di diritto dell'economia sono più orientati a rilevare le dinamiche di mercato sottese alla scelta dell'impresa di finanziarsi avvalendosi delle opportunità che le si aprono dinanzi a strumenti di negoziazione collettiva quali sono, appunto, i mercati regolamentati; e quand'anche i secondi si occupano di organizzazione interna degli emittenti, i raffronti che vengono maggiormente coltivati non sono tanto quelli con il diritto societario comune, bensì quelli con le discipline settoriali riguardanti le banche, le imprese di investimento e le imprese di assicurazione nella loro dimensione di intermediari finanziari vigilati.

Questa premessa di fondo dalla quale sono partito, di per sé nient'affatto originale,

sta forse alla base della scelta degli organizzatori del convegno di affidare ad un giuseconomista e non a un giuscommercialista il compito di trattare il tema dei controlli interni nelle società emittenti alla luce della riforma del Testo unico della finanza, un argomento che, almeno di primo acchito, sembrerebbe invece "sapere" appunto molto di più di diritto commerciale che di diritto dell'economia. Convinto tuttavia che i confini tra le due discipline siano, come dicevo, probabilmente più metodologici che di stretto contenuto, e tenuto anche conto, d'altronde, che il titolo generale di queste due nostre giornate di lavoro ci sollecita a riflettere non già sulla "riforma del TUF" *tout court*, bensì sulla «Riforma del TUF e *nuove frontiere del diritto dell'economia*» e quindi da una prospettiva di indagine apertamente dichiarata, provo ad offrire alla riflessione comune, *ratione materiae*, alcune primissime sollecitazioni che ruotano in buona sostanza tutte attorno ad una domanda di fondo: se, in quali termini e in quale misura, cioè, gli obiettivi dichiarati dell'intervento riformatore, quali enunciati dai criteri elencati nella legge delega e che dovevano o potevano interessare l'ambito dei controlli interni nelle società emittenti, abbiano trovato effettivo riscontro in articoli del Testo unico novellati o di nuova introduzione, specie in chiave di capacità del nostro ordinamento finanziario nazionale di incidere in modo positivo sulla capacità attrattiva di maggiori investimenti nel mercato globale della circolazione dei capitali.

Per rispondere a questo interrogativo occorre necessariamente partire dall'art. 19, comma 2, della c.d. "legge capitali" n. 21/2024, il quale contiene una dichiarazione d'intenti specificamente vocata al nostro argomento, quella di cui alla lett. *h)*[01]: «assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni, *eliminando sovrapposizioni o duplicazioni nelle funzioni e strutture di controllo e individuando altresì adeguate forme di coordinamento e di scambio di informazioni per un più efficace contrasto delle irregolarità rilevate*». Proprio in chiave specificamente giuseconomica, non va trascurato tuttavia anche un secondo criterio, enunciato dalla lett. *l)*: «procedere a una complessiva razionalizzazione e al coordinamento del testo unico di cui al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, del testo unico di cui al decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, del codice delle assicurazioni private, di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209, *e del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252, nonché delle altre disposizioni applicabili nei medesimi ambiti, per assicurare una maggiore coerenza e semplificazione delle fonti normative e per eliminare o razionalizzare obblighi o divieti non previsti dall'ordinamento dell'Unione europea e non giustificati sulla base di interessi meritevoli di tutela, provvedendo altresì a correggere eventuali disfunzioni riscontrate*».

Tenendo fede alla premessa metodologica iniziale, concentrerò l'attenzione su tre innovazioni specifiche (altre saranno citate solo incidentalmente), prendendo le mosse dall'organo di controllo con le prime due innovazioni, per poi passare al sistema dei controlli interni con la terza; il tutto, *ça va sans dire*, senza alcuna pretesa di esaustività

01 Qui come nel prosieguo, le evidenziazioni all'interno del testo delle norme riportate sono ovviamente mie.

e con tutti i benefici del dubbio che si possono benevolmente riconoscere alle prime letture di norme di nuova introduzione.

2. I princìpi generali sulla composizione degli organi.

La prima disposizione che viene in rilievo è l'art. 147-*bis*.1 t.u.f., norma che enuclea espressamente dei «*Principi generali sulla composizione degli organi*» ponendosi di tal modo come prescrizione di base che sovraintende alla selezione di tutti gli esponenti aziendali (fatta evidentemente eccezione per l'alta direzione), non soltanto dunque di quelli che compongono l'organo di controllo. Alla lettera, l'articolo in parola stabilisce che «*Gli organi di amministrazione e controllo sono eletti, nel rispetto delle specifiche prescrizioni applicabili, secondo norme previste dallo statuto che promuovono e favoriscono la professionalità, rappresentatività e diversità della complessiva composizione del collegio.*».

Pare di tutta evidenza l'intento del legislatore delegato di assicurare un livello qualitativo dei componenti degli organi di vertice delle società emittenti elevato, o per meglio dire adeguato. Sennonché, a ben vedere, occorre ricordare che oltre alle regole specifiche riguardanti le Sim e i gestori autorizzati (art. 13), anche nella parte dedicata agli emittenti il Testo unico della finanza contiene già da diversi anni prescrizioni in tema di requisiti soggettivi dei «membri» (oggi «componenti») degli organi di amministrazione e controllo. Circoscrivendo l'attenzione al solo organo di controllo, l'art. 148 pone infatti vincoli volti ad assicurare l'equilibrio tra i generi (co. 1-*bis*) e soprattutto impone il possesso di requisiti di onorabilità e di professionalità (co. 4), demandando al Ministro della giustizia, di concerto con quello dell'economia e delle finanze, il compito di dettare le norme di dettaglio. A corredo – ma siamo già su un piano diverso – l'art. 148-*bis* pone limiti al cumulo degli incarichi.

Perché, dunque, questa nuova disposizione di carattere generale? Se non mi sfugge qualcosa, l'articolo sembra incidere in termini innovativi unicamente con riguardo all'organo amministrativo, ma non anche a quello di controllo, dato che sino ad oggi per i componenti del primo il possesso di requisiti di professionalità derivava soltanto dall'art. 2 del *Codice di corporate governance* (peraltro richiamato dall'art. 2387 c.c.), a fronte invece del ricordato art. 148 per sindaci, consiglieri di sorveglianza e componenti del comitato per il controllo sulla gestione[02].

02 Circa il diverso atteggiarsi del requisito di professionalità per i componenti dell'organo amministrativo e per i membri del collegio sindacale v. già G. Olivieri, *I controlli "interni" nelle società quotate dopo la legge sulla tutela del risparmio*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 412 e, più di recente, S. Turelli, *Professionalità, competenza degli amministratori e* board diversity, in *Riv. soc.*, 2022, I, p. 437, la quale peraltro osserva che un riferimento al profilo qualitativo dell'organo amministrativo è contenuto anche nella normativa secondaria: in attuazione dell'art. 147-*ter*, co.1 *bis*, t.u.f., l'art. 144-*octies*, co. 1, lett. b.1 del Regolamento Emittenti impone infatti alla società di mettere a disposizione del pubblico le liste dei candidati per la nomina del C.d.A. depositate dai soci corredate anche di «*un'esauriente informativa sulle caratteristiche personali e professionali dei candidati*» (*ivi*, p. 439).

Per vero, il testo dell'articolo pare recare qualche incertezza interpretativa specialmente in riferimento alla prescritta «*diversità*» della complessiva composizione del collegio. Se infatti per "diversità" si intende l'equilibrio di genere, come si è detto questo era già previsto; se teso, invece, alla tutela delle minoranze, ci troveremmo comunque di fronte ad una duplicazione. Per di più, in assenza di connotati autonomi (che potranno forse venire dal regolamento delegato che dovrà essere elaborato dal Ministro della giustizia), rappresentatività e diversità potrebbero addirittura finire per configurarsi come un'endiadi.

Almeno per quanto riguarda l'organo di controllo, dunque, *nihil novi sub sole*: nella sostanza, niente sembra cambiare rispetto alla disciplina attuale.

Stando così le cose, forse allora la nuova disposizione trova la sua ragion d'essere non tanto in una specifica portata precettiva, giacché, fatta salva quella segnalata (parziale) innovazione riguardante l'organo amministrativo, l'articolo in questione riproduce precetti già presenti, quanto piuttosto sul piano sistematico – e d'altronde, in un certo senso a ciò orienta anche la stessa locuzione "princìpi generali" – segnalando che l'ordinamento finanziario, nella sua attuale conformazione d'insieme, ritiene centrale sul piano della *corporate governance* degli emittenti che la composizione dei relativi organi che ne curano l'amministrazione e il controllo rifletta istanze qualitative considerate ormai così rilevanti da essere divenute imprescindibili[03].

Dall'angolo di osservazione del diritto dell'economia, questa norma provoca peraltro alcune ulteriori considerazioni di più ampia portata.

La prima è in realtà una costatazione: ancora una volta è dato ravvisare una dinamica evolutiva dell'ordinamento che vede l'introduzione di norme che inizialmente hanno come destinatarie le sole banche, ma che si connota per una loro progressiva estensione applicativa dapprima ad altri intermediari finanziari vigilati e, successivamente ancora, anche alle società emittenti, per così dire, "non finanziarie", fino talvolta ad approdare, al termine di questo ideale percorso espansivo, al codice civile nella forma di prescrizioni valevoli, ad esempio, per tutte le società per azioni se non per tutte quelle

03 Ancorché argomentando prima della riforma che ci occupa, plaude all'orientamento in parola L.A. Bianchi, *La gestione dell'impresa. I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Bologna, 2021, p. 73 ss.

di capitali[04]. Da questo punto di vista, nella storia del diritto degli ultimi decenni la legislazione bancaria si è dimostrata più di una volta un laboratorio di sperimentazione di nuove regole, e quando queste hanno superato positivamente il vaglio della loro applicazione concreta nel loro più ristretto ambito originario, spesso sono poi assurte a modello per ulteriori e più ampie applicazioni. È successo così proprio per i requisiti di professionalità e onorabilità, ma anche ad esempio per la disciplina dei gruppi di società[05], oltre che per diverse altre materie.

Un ulteriore rilievo consegue proprio dall'esame dei profili evolutivi della disciplina. Come sappiamo, in origine i requisiti soggettivi dei componenti dell'organo di controllo ruotavano attorno ai due poli della competenza professionale, da un lato, e della onorabilità, dall'altro, ma nel corso del tempo abbiamo imparato a fare i conti con la distinzione tra «requisiti» e «criteri», e tra i primi si è aggiunta l'indipendenza mentre tra i secondi si annoverano la competenza e la correttezza[06]. Adesso, con la novella, incontriamo anche la rappresentatività e la diversità. Di qui l'interrogativo se non ci sia fatti un po' prendere la mano[07]. Ovviamente la questione del livello qualitativo di amministratori e sindaci (e dei loro omologhi nei modelli alternativi) è fuori discussione, ma c'è da chiedersi se non ci si sia lasciati trascinare oltre il dovuto dalla incontrovertibile

04 Tale dinamica evolutiva richiama quella "*cross-fertilisation*" di cui parlava T. Padoa-Schioppa, *Regulating Finance*, Oxford, 2004, p. 64, trad. it. con il titolo *Regole e finanza. Contemperare libertà e rischi*, Bologna, 2011, p. 137, dove si sottolinea l'attitudine delle discipline settoriali, e in particolare di quella bancaria, a costituire un laboratorio di sperimentazione di nuove soluzioni suscettibili di essere recepite in altri settori dell'ordinamento; con specifico riferimento alla disciplina della *governance* bancaria v. anche F. Vella, *Il nuovo diritto societario e la «governance» bancaria*, in *Banca impr. soc.*, 2003, p. 315 e Id., *Il nuovo governo societario delle banche nelle disposizioni di vigilanza: spunti di riflessione*, in *Banche, governo societario e funzioni di vigilanza*, a cura di R. Costi e F. Vella, nei *Quaderni di Ricerca Giuridica* della Consulenza Legale della Banca d'Italia, n. 62, Settembre 2008, p. 15, il quale annota che «le Autorità nazionali, sin dalle istruzioni del 1985 e 1996 su collegio sindacale e consiglio di amministrazione, per poi proseguire con le circolari del 1998 e 1999 sui controlli organizzativi e i controlli interni, avevano definito una disciplina della *governance* bancaria a fini prudenziali con caratteristiche che di fatto hanno costituito un punto di riferimento per sperimentare soluzioni poi divenute patrimonio comune di tutto il diritto societario, e fonte di ispirazione per la riforma delle società di capitali»; in termini analoghi, più di recente, cfr. altresì L. Nazzicone, *L'art. 2086 c.c.: uno sguardo d'insieme*, in *Gli assetti organizzativi dell'impresa*, a cura di L. Calcagno, F. Di Marzio e L. Nazzicone, nei *Quaderni della Scuola Superiore della Magistratura*, n. 18, 2022, p. 22, dove si osserva che la legislazione bancaria si è rivelata precorritrice di «soluzioni legislative per tutte le imprese».

05 Un cenno autorevole già in V. Buonocore, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quinto, del codice civile*, in *Giur. comm.* 2006, I, p. 5 s.; da ultimo cfr. anche E. Fusco, *Assetti organizzativi adeguati dopo il correttivo-*ter *al Codice della crisi*, in *Giust. civ.*, 2024, p. 655 s.

06 Per una sintesi dell'attuale assetto della materia v. C.G. Corvese, *Requisiti e criteri per gli esponenti aziendali di banche e intermediari finanziari: alcuni spunti di riflessione*, in *Banche, Europa e sviluppo economico*, a cura di A. Brozzetti, Pisa, 2023, p. 377 ss.

07 Già prima dell'intervento legislativo che ci occupa, G. Alfano, Fit & proper *nel governo delle banche. Idoneità individuale e adeguatezza collettiva nella prospettiva* della diversity *degli esponenti*, Bari, 2023, p. 215, segnalava «il multiforme (e, spesso, di non agevole ricostruzione) impianto regolamentare dettato *in subiecta materia*».

bontà dell'obiettivo finendo per esagerare quanto a insiemi e sottoinsiemi di requisiti richiesti, costringendo interpreti e operatori del diritto in generale a lambiccarsi ad esempio, come appena segnalato, sulla differenza tra rappresentatività e diversità. Se tra gli intenti dichiarati della riforma c'è anche quello della semplificazione, forse il dubbio non è poi così peregrino.

Terza e ultima considerazione, sempre a proposito di semplificazione. L'art. 148, co. 3 (ex co. 4) t.u.f., nel testo novellato, prevede che «*Con regolamento adottato ai sensi dell'articolo 17, comma 3, della legge 23 agosto 1988, n. 400, dal Ministro della giustizia, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, sentiti la Consob, la Banca d'Italia e l'Ivass, sono precisati i requisiti di indipendenza di cui al comma 2 e sono stabiliti i requisiti di onorabilità e di professionalità dei componenti dell'organo di controllo. Il difetto dei requisiti determina la decadenza dalla carica.*». Per l'organo amministrativo c'è, parzialmente, un omologo nell'art. 147-*quinquies*, co. 1. Premesso che già prima della riforma la competenza regolamentare era in capo al Ministro della giustizia, ci si può chiedere se in una prospettiva di «razionalizzazione e coordinamento» tra Testo unico bancario, Testo unico della finanza e codice delle assicurazioni, ma anche all'interno dello stesso t.u.f. (come previsto dal secondo dei due criteri di delega che ho prima evidenziato), non sarebbe stato preferibile trasferire questa competenza al Ministro dell'economia, tanto più in considerazione della circostanza che al riparto di competenze tra le autorità si è posta comunque mano, ad esempio, nell'art. 13, co. 6, con riferimento agli esponenti aziendali delle imprese di investimento, in quel caso espungendo la Consob dal processo decisionale a favore della Banca d'Italia.

3. I doveri dell'organo di controllo.

Il secondo ambito sul quale vorrei soffermare l'attenzione attiene ai doveri dell'organo di controllo, a seguito della modifica dell'art. 149 t.u.f., norma sin qui dedicata al solo collegio sindacale e che ora invece vede appunto come destinatario l'organo di controllo *tout court*.

Il testo attuale della disposizione è il seguente: «*1. L'organo di controllo*, salvo quanto diversamente stabilito dalla normativa di settore, *vigila: a) sull'osservanza della legge e dell'atto costitutivo; b) sul corretto funzionamento dell'organo amministrativo e in particolare sulla diligente osservanza delle regole istruttorie, procedimentali e decisionali elaborate dalle migliori prassi; c) sull'adeguatezza e sul* concreto funzionamento *dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla società, ivi compreso il sistema di controllo interno di gestione dei rischi e il coordinamento delle sue funzioni; d) sulle modalità di* concreta attuazione *delle regole di governo societario previste da codici di comportamento redatti da società di gestione di mercati regolamentati o da associazioni di categoria, cui la società, mediante informativa al pubblico, dichiara di attenersi; e) sull'adeguatezza delle disposizioni impartite dalla società alle società controllate ai sensi dell'articolo 114, comma 2. 2. L'organo di* controllo comunica senza indugio alla Consob *tutti gli atti o fatti accertati nell'attività di vigilanza che possano costituire una irregolarità nella gestione dell'impresa o una violazione della legge o dello statuto, trasmettendo i*

relativi verbali delle riunioni e degli accertamenti svolti e ogni altra utile documentazione. 3. Il comma 2 non si applica alle società con azioni quotate solo in mercati regolamentati di altri paesi dell'Unione europea.».

La norma è complessa e in questa sede non posso che trasmettere alcune reazioni che ho avuto nel leggerla.

Innanzitutto, questo articolo fa il paio con il nuovo art. 2396-*quinquies* (erede del "vecchio" art. 2403): il primo comma, infatti, riproduce pressoché alla lettera il primo comma della norma codicistica. In entrambi, balza immediatamente agli occhi l'impiego ripetuto dell'aggettivo «concreto», tramite il quale si intende palesemente indicare che le verifiche richieste non possono essere limitate a valutazioni superficiali che si arrestino ad attestazioni formali di conformità alle norme e ai princìpi di buona amministrazione, ma devono addentrarsi con spirito critico nella prassi operativa della società, per accertare che l'assunto astratto trovi effettivo riscontro nell'*agere* dell'impresa. In termini positivi, verrebbe da dire, un po' come si è già avuto modo di evidenziare con riferimento ai requisiti soggettivi dei componenti degli organi di amministrazione e controllo, che anche in questo caso assistiamo all'intento del legislatore di innalzare gli standard qualitativi richiesti agli emittenti (anzi, ad onor del vero, qui non solo agli emittenti ma a tutte le società per azioni).

Segnalo per inciso che appare riconducibile alla stessa *ratio* pure il nuovo art. 149-*ter*, rubricato «*Sistemi di monitoraggio e strumenti di controllo*», a mente del quale «*Qualora ai fini del controllo interno siano adottati sistemi di monitoraggio continuo e strumenti di controllo automatici e predittivi, essi devono essere adeguati e proporzionati alla natura e alle dimensioni dell'impresa e ai rischi ai quali essa è esposta.*». La qualità del controllo può oggi utilmente avvalersi, infatti, anche dell'ausilio di strumenti di intelligenza artificiale, e le capacità predittive offerte dalla c.d. *CorpTech* ed evocate dalla stessa disposizione richiamata assecondano in pieno le esigenze "prudenziali" dell'intero ordinamento finanziario[08].

Tornando però subito all'art. 149, dal dettato del 2° comma (che in precedenza era il 3°) si può cogliere un secondo motivo di apprezzamento, là dove si prescrive all'organo di controllo di «comunica[re] senza indugio alla Consob» ogni atto o fatto accertato nell'attività di vigilanza che possa costituire una irregolarità nella gestione o una violazione della legge o dello statuto.

Come dicevo, l'obbligo in questione non è nuovo, ma il decreto legislativo appena approvato ne amplia la portata aggiungendo al riferimento alle irregolarità, già presente,

08 In argomento, per tutti, v. ultimamente N. Abriani, *Intelligenza artificiale e organi di controllo e supervisione. Una "lente d'ingrandimento intelligente" tra soft law e nuove regole per la CorpTech*, in *Riv. dir. soc.*, 2026, p. 485 ss. e E. Cecchinato, *L'attività di vigilanza dell'organo di controllo delle società per azioni comuni e di quelle operanti nei mercati finanziari alla prova dell'intelligenza artificiale*, ivi, p. 501 ss.; in precedenza, tra altri, U. Tombari, *Intelligenza artificiale e* corporate governance *nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2021, p. 1432 s.

quello alle "violazioni": estensione opportuna, e che al contempo conferma una volta di più la rilevata *vis expansiva* della legislazione bancaria, posto che da sempre l'omologo art. 52 t.u.b. cita sia le une che le altre. Al riguardo, si potrebbe peraltro avanzare un modesto suggerimento in vista dei decreti correttivi o integrativi che sono già previsti dalla legge delega: la nuova disposizione infatti, per vero come già nel testo previgente, fa improvvido riferimento alla trasmissione dei «verbali» delle riunioni, in ciò riproducendo altresì quella che era la formulazione originaria della norma bancaria, formulazione però non a caso nel Testo unico bancario successivamente modificata per evitare situazioni di *impasse* specie qualora, per qualsivoglia motivo, il collegio sindacale non approdasse alla redazione di un vero e proprio verbale. Sarebbe opportuno non dimenticare ed anzi far tesoro di questo segnalato percorso evolutivo della norma dettata per le banche e riprenderne finalmente anche nel Testo unico della finanza l'attuale formulazione; il tutto tra l'altro, se vogliamo, anche in omaggio a quel criterio di razionalizzazione enunciato dalla legge delega e che ancora una volta ci troviamo a richiamare.

Lascio invece sullo sfondo un ulteriore spunto critico, che meriterebbe delle riflessioni che in questa sede non ci possiamo permettere, ragione per cui vi accenno soltanto. È noto che sin da quando, nel 1993, l'art. 52 t.u.b. vide la luce (poi riprodotto, con gli ovvi adattamenti, non solo nel t.u.f. ma anche nel codice delle assicurazioni), la dottrina e più ancora gli stessi componenti dell'organo di controllo si interrogano sull'area effettiva delle anomalie da segnalare alla rispettiva autorità di vigilanza[09]. Personalmente sono orientato a rispondere a questo interrogativo facendo leva sulla c.d. meta-norma dell'art. 5 t.u.b. (e dei suoi omologhi in ambito finanziario e assicurativo), ritenendo cioè che – fatte salve le cautele tuzioristiche del caso per evitare di incorrere in responsabilità – il criterio discretivo principale vada ravvisato nel consueto canone della sana e prudente gestione, sicché, secondo questa chiave di lettura, l'organo di controllo sarebbe tenuto ad esternare il rilievo alla Vigilanza, senza limitarsi cioè ad attivarsi per rimuovere l'anomalia rilevata con i soli strumenti endosocietari di cui dispone, ogniqualvolta ritenesse che la violazione o l'irregolarità riscontrata possa incidere in termini negativi sulla sana e prudente gestione dell'ente. *Quid iuris*, però, con riguardo agli emittenti che non siano al contempo intermediari vigilati? In questo caso il parametro della sana e prudente gestione non soccorre più, di tal ché non resta che aggrapparsi al

09 Cfr., nel corso del tempo, S. Scotti Camuzzi, *Specificità dei compiti di controllo dei sindaci sull'amministrazione delle banche*, in *Riv. dir. priv.*, 1996, I, p. 7 ss.; U. Morera, *I sindaci delle banche*, in *Dir. banc. fin.*, 1999, I, p. 214 ss.; F. D'Angelo, *I sindaci delle società bancarie nel quadro dei controlli interni*, Milano, 2000, *passim*; P. Lucantoni, *Il collegio sindacale nelle banche: l'attività di controllo e il raccordo funzionale con la Banca d'Italia*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, I, p. 166 ss.; Id., *Commento* sub *art. 52*, in *Testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia*, a cura di F. Belli *et alii*, Bologna, 2003, p. 736 ss.; P. Montalenti, *Il dovere di comunicazione del collegio sindacale alla Consob delle irregolarità riscontrate nell'attività di vigilanza, in Riv. dir. comm.*, 2016, II, p. 1 ss.; G. Petroboni, *I doveri di segnalazione di sindaci e revisori alle autorità di vigilanza*, Milano, 2018, p. 47 ss.; V. Troiano, *Commento* sub *art. 52*, in *Commentario al testo unico delle leggi in materia bancaria e creditizia* diretto da F. Capriglione, IV ed., Padova, 2018, p. 579; G. Carraro, *Aspetti del controllo nelle società bancarie*, in *Nuova giur. civ. comm.*, 2026, p. 204 ss.

criterio generale della diligenza sancito dall'art. 2407 c.c. Forse il non avere affrontato la questione in termini più generali in sede di riforma del Testo unico della finanza è un'occasione mancata; e temo sia eccessivamente ottimistico aspettarsi un contributo chiarificatore da parte degli ulteriori decreti, per quanto questi ultimi, a dire il vero, oltre che correttivi potrebbero anche essere integrativi, come espressamente previsto dalla delega l. n. 21/2024.

Un'ultima considerazione in argomento riguarda l'inciso «salvo quanto diversamente stabilito dalla normativa di settore», inciso divenuto tale solo nell'ultimissima versione dell'articolo, visto che fino a quella precedente formava invece oggetto di un periodo a sé a chiusura del primo comma. In questo caso il legislatore delegato pare avere optato per un approccio diverso e per certi versi distonico rispetto all'orientamento, riscontrabile altrove e prima segnalato, ad estendere in via tendenziale e secondo una dinamica progressiva a tutti gli emittenti regole nate nell'alveo più ristretto degli intermediari vigilati. Fortunatamente non si è ricorsi al criterio della compatibilità («in quanto compatibili», si legge in altri contesti), che sarebbe stato presumibilmente foriero di incertezze interpretative ancora maggiori, ma temo purtroppo che, ciò nonostante, i dubbi esegetici e applicativi non mancheranno. Ad una banca o ad un'impresa di assicurazione quotata, ad esempio, sarà richiesto un esercizio di integrazione tra fonti normative al quale è sì già ampiamente allenata, ma che nondimeno potrebbe talvolta dimostrarsi impegnativo, con buona pace delle istanze promosse dai criteri della legge delega.

4. Il sistema di controllo interno e di gestione dei rischi.

Sotto il profilo delle interferenze tra disciplina generale e disciplina settoriale, un rilevante banco di prova potrebbe essere rappresentato dal novello art. 147-*sexies*, ultima norma sulla quale spendo qualche parola e che sposta la nostra attenzione – come anticipato – dall'organo di controllo al sistema dei controlli interni. Si noti che la sua collocazione è nella Sezione IV-*bis* dedicata agli «Organi di amministrazione» e non invece tra quelle incentrate sugli «Organi di controllo».

Il testo è il seguente:

*«1. Gli organi delegati curano il buon funzionamento e l'efficacia del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi. 2. Il consiglio di amministrazione assicura e valuta il coordinamento delle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di disporre di una rappresentazione unitaria, tempestiva e sistematica dei rischi. 3. Nei limiti delle competenze ad essi rispettivamente assegnate, il comitato preposto al controllo dei rischi ovvero l'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi, ove previsti, tenuto conto di criteri di materialità determinati dalla natura e dalle dimensioni dell'impresa, assicurano la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali è esposta la società sulla base delle informazioni rivenienti dalle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e nella gestione dei rischi nonché di idonei indicatori anche non finanziari. Di tale rappresentazione è dato conto nella relazione di cui all'articolo 123-*bis.».

Qui, in effetti, il rischio che l'intersezione tra norme generali e norme speciali si traduca in un rompicapo di difficile soluzione cresce sensibilmente. Non è questa la sede per addentrarsi in una *side-by-side comparison* tra la nuova disposizione in parola e, in particolare e a titolo esemplificativo, i capitoli delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* sul «*Governo societario*» e su «*Il sistema dei controlli interni*», ma il solo fatto che entrambi questi ultimi seguano, come sappiamo, un'impostazione che ripartisce le competenze per funzione (supervisione strategica; gestione; controllo) e non per organo, lascia presagire la necessità di qualche sforzo ermeneutico aggiuntivo[10]. Un esempio per tutti: nella normativa settoriale bancaria l'elaborazione e l'approvazione del *Risk Appetite Framework* sono di competenza dell'organo con funzioni di supervisione strategica e sono attività da ritenersi non delegabili, ma nello sforzo di ricondurle all'art. 147-*sexies* t.u.f. non è facile né immediato stabilire se queste rientrino tra le prerogative del consiglio di amministrazione (ma perché non anche, poi, dell'organo amministrativo *tout court*?) (co. 2) o del comitato preposto al controllo dei rischi ovvero dell'amministratore incaricato del sistema di controllo interno e di gestione dei rischi (co. 3).

Più in generale – se posso avanzare qualche riserva al riguardo – mi sembra di trovare, da un lato, inspiegabilmente disordinata la successione dei commi nei quali è strutturato l'articolo in discorso, che partono dagli organi delegati, per passare al consiglio di amministrazione nella sua interezza e per finire nuovamente con gli organi delegati; dall'altro, di difficile intellegibilità la distinzione tra il compito di «assicur[are] e valut[are] il coordinamento delle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e di gestione dei rischi al fine di disporre di una rappresentazione unitaria, tempestiva e sistematica dei rischi» e quello di «assicur[are] la rappresentazione unitaria dei rischi ai quali è esposta la società sulla base delle informazioni rivenienti dalle funzioni coinvolte nel sistema di controllo interno e nella gestione dei rischi»[11]. Forse si è inteso dire che l'organo amministrativo si limita a coordinare mentre i soggetti di cui al terzo comma "fanno", ma anche se così fosse a me questa parrebbe comunque una distinzione tanto sottile da risultare labile se non addirittura evanescente, posto che per assicurare una rappresentazione unitaria – locuzione presente in entrambi i commi – un'attività di coordinamento si pone comunque come necessaria.

10 Sin da quando l'impianto attuale delle *Disposizioni di vigilanza per le banche* in materia di assetti organizzativi banche fece il suo ingresso nella normativa di settore, cfr. i dubbi interpretativi sollevati da G. Lemme, *Le disposizioni di vigilanza sulla governance delle banche: riflessioni a tre anni dall'intervento*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2011, I, p. 715 ss.

11 In termini più generali di quelli che qui ci occupano, sulla questione dei profili di responsabilità correlati alla presenza di comitati endoconsiliari nelle banche cfr. M. Houben, *La distribuzione delle responsabilità nei consigli di amministrazione con comitati interni investiti di funzioni istruttorie, propositive e consultive*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2022, I, p. 439 ss., e in una prospettiva di portata ancora più estesa riferita a tutte le s.p.a. quotate, v. ultimamente N. Michieli, *Comitati endoconsiliari e decentramento della funzione amministrativa*, Torino, 2025.

5. Obiettivi raggiunti?

Alla luce di tutto quanto precede e per concludere, posso allora forse tentare una risposta di sintesi alla domanda che avevo proposto in apertura: in quali termini, cioè, gli obiettivi dell'intervento di riforma rilevanti per l'ambito dei controlli interni nelle società emittenti, come enucleati dalla legge delega, siano stati effettivamente perseguiti, se non conseguiti, mediante la revisione del Testo unico.

Come quasi sempre accade, anche in questo intervento riformatore si possono rilevare luci e ombre.

In chiave positiva, sul fronte della funzione di controllo risultati apprezzabili, quanto meno sul piano dell'agilità nella consultazione, si registrano a mio avviso nella disciplina generale del codice civile, in conseguenza della scelta di fondo di organizzare in modo più chiaro e razionale le disposizioni in materia di amministrazione e controllo.

Guardando viceversa al Testo unico della finanza, fatto salvo lo sforzo, comunque encomiabile, di curare aggiustamenti e rifiniture formali e preso atto del lodevole impegno, almeno in termini ottativi, di migliorare l'efficacia delle verifiche anche attraverso l'innalzamento del livello qualitativo dei soggetti che sono chiamati a concorrervi, francamente ho l'impressione di trovarci di fronte al proverbiale topolino partorito dalla montagna. Riprendendo infatti l'indicazione riveniente dalla lett. *h)* dell'art. 19 della legge delega, non mi sembrano ravvisabili passi in avanti significativi nella direzione di «*assicurare un sistema coerente e integrato dei controlli interni*», specie alla luce dei limiti intrinseci del "nuovo" art. 147-*sexies* poc'anzi evidenziati; non rilevo, in particolare, indicazioni univoche su compiti delegabili e compiti non delegabili, registrando anzi in argomento qualche probabile confusione in più. Certamente, come si è visto, il «coordinamento» tra le strutture di controllo viene quanto meno auspicato (il riferimento è sempre all'art. 147-*sexies*), ma con risultati effettivi che nella migliore delle ipotesi potranno derivare soltanto dagli apporti della normativa di rango subordinato. Guardando invece al contrasto delle situazioni patologiche, nella riscrittura dell'art. 149 le «irregolarità» menzionate nella disposizione delegante vengono tradotte in «violazioni», aggiunte alle prime, ma questo invero è un bene, perché semmai il limite semantico risiede, a monte, nella citata lett. *h)*. Parimenti – e sempre con riferimento circoscritto al tema specifico della funzione di controllo – anche il criterio di delega stabilito dalla lett. *l)* non mi sembra avere prodotto innovazioni di particolare momento.

Se per quest'ultimo aspetto possiamo forse confidare nel vagheggiato futuro "testo unico dei testi unici" con il quale si vorrebbero accorpare in un solo «codice» Testo unico bancario, Testo unico della finanza e codice delle assicurazioni, per il primo probabilmente non c'è che da contare sui decreti correttivi e integrativi; augurandoci di non dover attendere che la spinta propulsiva venga magari avviata ancora una volta dalla legislazione bancaria.