

DANIELE SANTOSUOSSO

SUL RUOLO DEGLI ORGANI DI
AMMINISTRAZIONE NEL GOVERNO DEGLI
EMITTENTI



Lefebvre Giuffrè

Isbn 9788828884200

Estratto dal volume:

**PRINCÌPI DI RIFORMA
DEL TESTO UNICO
DELLA FINANZA**

ATTI DEL CONVEGNO DI STUDI
Roma, 10-11 aprile 2025

a cura di
ANDREA SACCO GINEVRI

2026

DANIELE SANTOSUOSSO

SUL RUOLO DEGLI ORGANI DI AMMINISTRAZIONE
NEL GOVERNO DEGLI EMITTENTI

SOMMARIO: 1. Premessa. Riflessioni generali. La libertà negoziale degli imprenditori e il diritto imperativo a tutela del mercato. — 2. La rilevanza dei campi tematici sugli assetti (organizzativi, amministrativi e contabili) e sul ruolo, sulle attribuzioni e sulle responsabilità degli amministratori non esecutivi. — 3. Gli assetti e il dibattito in corso sul versante sistematico. Centralità e scelta gestionale organizzativa. Il ruolo degli assetti, inclusi i sistemi dei flussi informativi e di controllo interno, nella prevenzione e nel governo di tutti i rischi aziendali. — 4. Funzione e responsabilità degli amministratori non esecutivi. Verifica dell'adeguatezza degli assetti e potere-dovere di agire in modo informato in presenza di *alert*. Il ragionevole affidamento ingenerato dalle informazioni pre-consiliari e consiliari ricevute. — 5. L'esperienza U.S. La giurisprudenza del Delaware. La "piena tutela" nell'affidarsi in buona fede a una certa informazione. — 6. Il canone della diligenza nel "fare affidamento". L'onere della prova.

1. Innanzitutto desidero anche io porgere un sentito ringraziamento agli ideatori e agli organizzatori di questo importante convegno, e in particolare al professor Andrea Sacco Ginevri, per l'opportunità di confrontarmi su temi centrali anche nel dibattito tra noi esperti della commissione di studio per la riforma in corso sul diritto del mercato finanziario.

Mi sono prefissato di ridurre "all'essenziale" le riflessioni generali di politica del diritto. Mi limito perciò ad osservare che tra le linee guida portanti dell'intervento riformatore, carattere prioritario dovrà avere quella volta alla promozione dell'autonomia privata societaria. In questo senso, sui vari terreni della possibile azione governativa, sarà fondamentale che il legislatore si dimostri sensibile alle istanze delle imprese e in particolare dei soci "imprenditori", le cui esigenze fondano le scelte di accesso e di permanenza nei mercati finanziari, varando una riforma particolarmente audace, nel senso sia della semplificazione sia della promozione e del *favor* per la

libertà negoziale, come tradizionalmente riconosciuto, in vari settori del diritto e non soltanto in quello che oggi ci occupa, negli ordinamenti di *Common Law*, ove il principio di *freedom of contract* è visto come leva di efficienza del diritto societario e più in generale delle transazioni, e come strumento di mitigazione dei comportamenti opportunistici (1).

Non può negarsi infatti, come ho già detto in altre occasioni, che occorrerà creare le basi per un contesto normativo non soltanto chiaro, coerente e prevedibile, ma anche sufficientemente “permisivo”, che, nell’ottica della competizione tra ordinamenti giuridici, contribuisca a disinnescare o comunque a limitare le cause dell’emorragia da delisting delle società dalle piazze finanziarie italiane venendo incontro alle imprese nel senso sopra detto. Certamente dovranno farvi da contrappeso norme imperative come disciplina “guida e limite” alle libertà contrattuali per non perdere di vista la protezione degli interessi degli investitori, la cui tutela è ovviamente essenziale al corretto operare dei mercati. Nel bilanciamento normativo di questo duplice ordine di esigenze, con priorità per le prime, si potrà rendere credibile la auspicata “metamorfosi” del diritto e quindi dei mercati finanziari italiani.

2. Da queste considerazioni generali germinano le direttrici problematiche che toccano i temi su cui sempre di più la dottrina e la giurisprudenza si stanno interrogando, in particolare relativamente agli organi di amministrazione, la risoluzione dei quali incide sulla governance societaria. Su di essi si sta soffermando anche lo studio della commissione di riforma che, ricordo, può toccare anche le disposizioni in materia di società di capitali contenute nel codice civile che sono applicabili anche agli emittenti (art. 19, comma 1 legge delega, L. n. 21/2024).

Il primo tema attiene agli assetti (organizzativi, amministrativi e contabili). Tenuto conto della rilevanza che gli assetti organizzativi

(1) Si rinvia al recente importante contributo di L. A. BEBCHUK, *Competing Views on the Economic Structure of Corporate Law*, in *The University of Chicago Business Law Review*, Vol. 1: No. 1, Article 2. (2022), pp. 29 ss., disponibile in <https://chicagounbound.uchicago.edu/ucblr/vol1/iss1/2> (2022), pp. 29 ss. In generale, per le interessanti prospettive storiche, P. ATIYAH, *The Rise and Fall of Freedom of Contract*, Oxford University Press, 1979 e K. M. TEEVEN, *A History of the Anglo-American Common Law of Contract* New York, Bloomsbury, 2024.

rivestono nell'attuale ordinamento del diritto societario, l'analisi sta portando ad interrogarsi se approdare a un sistema normativo da cui risulti da un lato ulteriormente potenziato il loro peso sino ad attribuirvi centralità (nel solco di quanto previsto dal legislatore del CCI), dall'altro precisata la natura della decisione amministrativa che ne è alla base, come scelta gestionale di organizzazione (e come tale soggetta alla *business judgement rule*) (2).

Il secondo tema riguarda la funzione e le responsabilità degli amministratori. Si fanno strada le domande sul ruolo, sulle attribuzioni e soprattutto sulle responsabilità degli amministratori non esecutivi, che potremmo assimilare ai “personaggi in cerca di autore”, nella parte della “Figliastra” pirandelliana che più degli altri personaggi desidera che il suo dramma venga (in questo caso da legislatore) al meglio rappresentato.

Le due direttrici tematiche non percorrono linee parallele, ravvisandosi infatti punti di convergenza precisamente in relazione al principio — lo sottolineo sin d'ora — dell'agire in modo informato.

3. In ordine agli assetti mi sembra utile focalizzare una parte del dibattito in corso, quello che si sta sviluppando sul versante sistematico. In estrema sintesi, registro due tendenze interpretative: con l'art. 2086 c.c. si sarebbe di fronte per alcuni a una mera « codificazione normativa di un principio già tipizzato » (il dovere di istituzione di adeguati assetti) con una relativa (parziale) riallocazione di esso, sia pure con regole di dettaglio (3); si sarebbe di fronte per altri a un principio nuovo, figlio del primo: un principio che statuirebbe una (la) “condizione di legittimazione all'esercizio della (libera) iniziativa economica”, l'organizzazione del soggetto essendo precepto a valenza non strettamente economica ma a presidio della capacità dell'impresa di essere e operare in modo sostenibile, rimanere in equilibrio nel tempo a salvaguardia di interessi anche di soggetti terzi rispetto ai titolari dell'impresa e del programma di iniziativa imprenditoriale (4).

(2) PERRINO, *Adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile e doveri dell'imprenditore. Declinazioni dell'adeguatezza come “dovere”*, in RDS, 2025, pp. 1 e ss., e, sul punto della BJR e del corrente dibattito, a pp. 10 ss.

(3) A.M. BENEDETTI, *Gli « assetti organizzativi adeguati » tra principi e clausole generali. Appunti sul nuovo art. 2086 c.c.*, in Riv. soc., 2023, pp. 964 ss., 968.

(4) P. BENAZZO, *Gli strumenti di regolazione della crisi delle società e i diritti “corporativi”: che ne resta dei soci?*, in *Dirittodellacrisi.it*, 4 dicembre 2023 e Id.,

La discussione appare ovviamente foriera di molte implicazioni (che toccano anche il tema mai sopito dell'interesse sociale) ma più fruttuosa, a mio avviso, nella misura in cui si approdi al superamento della contrapposizione, accettando l'ordine di idee per cui il dovere di istituire adeguati assetti risponde a un principio cardine che informa il diritto dell'impresa societaria (5) (potrebbe dirsi che la società deve avere adeguati assetti o non è) e che esso pertiene pur sempre alla scelta degli amministratori senza dover ricorrere ad alterazioni — che aleggiano a livello interpretativo — dei meccanismi di governance, in particolare relativamente alla decisionalità dell'organo amministrativo e all'agire in modo informato, all'operare della *business judgement rule*.

Su tale linea potrebbe considerarsi quindi scelta razionale e necessaria da parte del riformatore quella di enfatizzare, per un verso la funzione cruciale degli assetti come fulcro del sistema per una corretta governance, e per altro verso l'atto della loro istituzione come scelta amministrativo-gestionale dell'organizzazione, richiamando l'art. 2086 c.c. Si potrebbe altresì offrire all'interprete, nella medesima prospettiva, un ordine normativo declinabile nella stessa direzione per far sì che gli assetti svolgano un ruolo essenziale nella prevenzione e nel governo di tutti i rischi aziendali, anche non finanziari, affinché, almeno per le società quotate, se ne garantisca una raffigurazione tempestiva e unitaria oltre che coerente e razionale. A corollario, potrebbe occorrere precisare il perimetro della fattispecie, ricomprendendovi espressamente, negli assetti, i sistemi dei flussi informativi e di controllo interno e di gestione dei rischi come sopra intesi.

4. A questo ordine di idee è correlato il secondo tema della funzione e delle responsabilità degli amministratori non esecutivi.

Assetti organizzativi, diritto dell'impresa e diritto delle società: dal passato a un (possibile) futuro, in *Diritto dellacrisi.it*, 4 dicembre 2023, 2 gennaio 2025, pp. 11 ss. che si pone nel solco delle considerazioni sul principio di adeguatezza degli assetti per la sostenibilità dell'impresa capitalistica di M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, I, pp. 7 ss.

(5) Sul punto v. ampiamente PERRINO, *Adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile e doveri dell'imprenditore. Declinazioni dell'adeguatezza come "dovere"*, cit., pp. 1 e ss.

Innanzitutto, in un'ottica di sistema che vede questi ultimi, anche individualmente (6), "protagonisti" della competenza (potere-dovere) di verificare l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, in quanto componenti "speciali" del consiglio (7) che li valuta (art. 2381, comma 3, c.c.), allo stesso modo dovrebbero parimenti vigilare sulla suddetta rappresentazione dei rischi, valutandone la adeguata funzionalità.

In secondo luogo potrebbero essere oggetto di maggiore analisi l'ambito e la portata del dovere di agire in modo informato (*ex art.* 2381, comma 6, c.c.), vieppiù se considerato paradigma generale di comportamento del buon amministratore (8), affinché se ne sovverta l'involuzione che ha comportato la sua sostanziale trasformazione in un (generico) dovere di attivarsi, anche in base a segnali impliciti (9) per conoscere di qualsiasi aspetto della gestione societaria, riportando le lancette dell'orologio, contrariamente alle finalità che hanno ispirato, nella eliminazione del generico dovere di vigilanza, il legislatore nella riforma del 2003, ad una sorta di indistinta e generalizzata responsabilità oggettiva per non aver vigilato.

In tale contesto interpretativo, sul presupposto (ormai pressoché pacifico) che gli amministratori non esecutivi non hanno poteri informativi ed ispettivi autonomi fuori ambito consiliare (10) (salvo clausole o regolamenti in tal senso, ma come è noto il punto è

(6) Cfr. CALVOSA, *Sui poteri individuali dell'amministratore nel consiglio di amministrazione di società per azioni*, in AA.VV., *Amministrazione e controllo nel diritto delle società. Liber Amicorum Antonio Piras*, Torino, 2019, p. 361.

(7) Per questa prospettiva negli emittenti cfr. TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, in *RDS*, 2020, 2, pp. 323 ss.

(8) P. MONTALENTI, *Gli obblighi di vigilanza nel quadro dei principi generali sulla responsabilità degli amministratori di società per azioni*, in ABBADESSA-PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto della società, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso*, Torino, 2006, II, p. 837.

(9) Cfr. tra le ultime Cass., 29 maggio 2024, n. 15054, www.dejure.it.

(10) Per tutti C. ANGELICI, *Diligentia quam in suis e business judgment rule*, *Riv. dir. comm.*, 2006, I, p. 691; TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi"*, *cit.*, pp. 329 ss., 334. Ammette un individuale potere controllo in condizioni eccezionali di fatti pregiudizievoli per impedirne il compimento o eliminarne o attenuarne le conseguenze dannose ai sensi dell'art. 2392, comma 2, c.c. CALVOSA, *Sui poteri individuali dell'amministratore*, *cit.*, p. 376.

delicato e richiede cautele per non derogare all'esigenza che la gestione societaria si svolga senza interferenze che ne compromettano il buon andamento e che gli amministratori siano garantiti dalla simmetria informativa), essi dovrebbero limitarsi a esercitare i propri compiti sulla base del ragionevole affidamento ingenerato dalle informazioni pre-consiliari e consiliari ricevute rispettivamente dal presidente e dagli organi delegati nonché dalle funzioni aziendali chiamate a riferire in consiglio. Insomma si potrebbe così chiarire la regola di responsabilità degli amministratori non esecutivi in rapporto all'informazione per essi disponibile.

Seguendo questa traiettoria, il "potere" di ottenere integrazioni informative e di porre domande si farebbe "dovere" unicamente in presenza di quei segnali di pericolo o campanelli d'allarme dell'atto illegittimo (contrario ai principi che presidono all'agire gestionale), compiuto — o che sta per essere compiuto — dagli organi delegati (11).

Tali considerazioni dovrebbero valere anche per le società bancarie. Per gli amministratori di esse, se è certo che l'ordinamento richiede uno standard di diligenza e professionalità più elevato (per l'alta specializzazione del business bancario, che anche i non esecutivi devono conoscere a padroneggiare), è anche certo che non dovrebbero essere parimenti esposti a quella responsabilità oggettiva cui tende il noto orientamento giurisprudenziale assai rigoroso (12) che fa leva sull'obbligo di contribuire ad assicurare un governo efficace dei rischi di tutte le aree della banca e di attivarsi in modo da poter efficacemente esercitare una funzione di monitoraggio sulle scelte compiute dagli organi esecutivi.

In conclusione, gli amministratori non esecutivi dovrebbero poter fare affidamento sulla accuratezza e sulla completezza delle informazioni ricevute, laddove non sussistano quegli alert e laddove (ecco il punto di convergenza dei due temi) gli assetti organizzativi siano stati valutati come adeguati. Tale situazione soggettiva di "affidamento" interromperebbe il nesso di causalità tra la condotta

(11) F. RIGANTI, *Cassazione civile e amministratori non esecutivi di banca: una questione di « sistema »?*, *Giur. comm.*, 2017, 3, II, 547; TOMBARI, *Riflessioni sulle "funzioni" degli amministratori "non esecutivi" e sull'"amministrazione" nella S.p.A. quotata*, cit.

(12) Recentemente Cass., 20 novembre 2024, n. 29844, www.dejure.it.

dei non esecutivi e l'eventuale danno, anche qualora le informazioni risultino *ex post* non corrette.

5. Un principio di ragionevole affidamento sulle informazioni ricevute ha precedenti in ordinamenti fuori confine. Per tutti l'ordinamento U.S., con l'esonero da responsabilità ove gli amministratori facciano ragionevole affidamento sul fatto che l'informativa sia accurata e affidabile (*if they reasonably believe the information is accurate and reliable*), tenendo presente la rilevante informazione ragionevolmente disponibile (*material information reasonably available*).

Significativa in tal senso l'esperienza del Delaware, ove si prevede la "piena tutela" nell'affidarsi in buona fede a una certa informazione (*fully protection in relying in good faith upon ... such information..*), precisamente quando un componente membro del consiglio di amministrazione, nello svolgimento delle proprie funzioni, si affidi in buona fede a informazioni, pareri, relazioni o dichiarazioni presentate alla società da qualsiasi dirigente o dipendente della società o da comitati del consiglio di amministrazione, o da qualsiasi altra persona, in merito a questioni che il membro ritiene ragionevolmente rientrare nella competenza professionale o specialistica di tale altra persona e che sia stata selezionata con ragionevole cura dalla società o per suo conto" (*sect. 141 della DGCL. 8 Del. C. §141(e)*).

In questo senso sono interessanti alcuni arresti. In *Re Rural Metro Corporation Stockholders Litigation* (2014) (13), in ordine a un caso di errata valutazione del valore di una società e del relativo processo di vendita basato su valutazioni da parte di advisors finanziari, emerge che la suddetta "piena tutela", apparentemente semplice, offre un importante e appropriato conforto agli amministratori coscienti, dai quali non ci si può aspettare che siano in grado di affermare l'esistenza, l'accuratezza o la completezza di gran parte delle informazioni rilevanti coinvolte nel processo decisionale del consiglio di amministrazione. L'amministratore è così pienamente tutelato dalle azioni per violazione del dovere fiduciario dell'amministratore nell'essersi affidato, per quanto riguarda sia il

(13) In *Re Rural/Metro Corporation Stockholders Litigation*. Consolidated C.A. No. 6350-VCL. Court Of Chancery Of Delaware, New Castle. 2014 Del. Ch. LEXIS 202.

danno reputazionale che la responsabilità pecuniaria, e ciò anche qualora la scelta abbia portato a un risultato che esuli “dall’ambito della ragionevolezza” (*if the directors followed a process or reached a result falling outside the range of reasonableness, but did so in reliance on the advice of experts, they could be found to have breached their fiduciary duties under the applicable standard of review and yet be — fully protected against liability under Section 141(e) of the DGCL. 8 Del. C. § 141(e)*) (14).

6. Nel quadro delineato, emerge la rilevanza del tema del contenuto del canone della diligenza nel “fare affidamento”. Si richiede una specifica attenzione ed anche proattività da parte degli amministratori: significa essere vigili, mantenere alta l’attenzione e la massima “motivazione” a far bene di fronte all’informativa (ricevuta e da chiedere), al fine di acquisire qualsiasi informazione rilevante, ragionevolmente disponibile, prima di assumere una decisione. Il board deve per esempio informarsi sulle alternative disponibili per la società e ad agire per identificare e considerare tutte le implicazioni della decisione eventualmente avvalendosi della consulenza degli esperti. Di fronte al quadro fattuale complessivo il giudice sarà chiamato a determinare la correttezza della decisione (15).

Non marginale sarà quindi l’aspetto dell’onere della prova, che dovrebbe risolversi tendenzialmente a favore dell’amministrare non esecutivo, nel senso di presumere la sua buona fede nel “fare affidamento” e spostando l’onere della prova su chi intende dimostrare il contrario. Un ruolo primario lo avranno sia gli organi esecutivi nel rispondere alle richieste informative durante il consiglio sia il presidente del consiglio di amministrazione (16), investito *ex lege* del potere-dovere di fornire le adeguate informazioni *ex ante* (art. 2381, comma 1, c.c.).

(14) Nel medesimo ordine di idee cfr. *Valeant Pharm. Int’l v. Jerney*, 2007 WL 2813789, at *14 (Del. Ch. Mar. 1, 2007); *Boyer v. Wilm. Materials, Inc.*, 754 A.2d 881, 910 (Del. Ch. 1999); *Cinerama, Inc. v. Technicolor, Inc.*, 663 A.2d 1134, 1142 (Del. Ch. 1994) (*Allen, C.*) (same), aff’d, 663 A.2d 1156 (Del. 1995).

(15) Cfr. *Valeant Pharm. Int’l v. Jerney*, 2007 WL 2813789, at *14 (Del. Ch. Mar. 1, 2007), cit.

(16) P.G. MARCHETTI, *Note sulla figura del Presidente del Consiglio di Amministrazione nel Codice di autodisciplina*, in *Scritti in onore di Ermanno Bocchini*, Padova, 2016, p. 676.