

XVII CONVEGNO ANNUALE  
DELL' ASSOCIAZIONE ITALIANA DEI PROFESSORI UNIVERSITARI  
DI DIRITTO COMMERCIALE "ORIZZONTI DEL DIRITTO COMMERCIALE"

**"IL DIRITTO COMMERCIALE NELLA PROSPETTIVA EUROPEA:  
FRA OVERREGULATION E DEREGULATION, NORME IMPERATIVE ED  
AUTONOMIA PRIVATA, ARMONIZZAZIONE E FLESSIBILITÀ"**

Roma, 27-28 febbraio 2026

ARMANDO CATANIA  
PROFESSORE ASSOCIATO DI DIRITTO COMMERCIALE  
NEL DIPARTIMENTO DI SCIENZE UMANE E SOCIALI-DISUS  
DELL' UNIVERSITÀ TELEMATICA ECAMPUS

**Il *Board Observer* quale strumento per accrescere la competitività delle imprese**

SOMMARIO: 1. *Il Board Observer*; 2. *La c.d. "Lender Governance"*; 3. *La "Bussola per la competitività europea"*; 4. *Il modello convenzionale di Board Observer*; 5. *Lo svolgimento delle adunanze dell'organo d'amministrazione*; 6. *Il diritto d'essere convocato alle adunanze dell'organo d'amministrazione*; 7. *Il diritto d'assistere alle adunanze dell'organo d'amministrazione*; 8. *Autonomia contrattuale e norme imperative*; 9. *Il diritto d'intervenire alle adunanze dell'organo d'amministrazione*; 10. *La nomina per contratto*.

**1. *Il Board Observer*.**

Negli Stati Uniti, fino al termine del secolo scorso, la linea abitualmente seguita da parte degli investitori - specie professionali - a proposito delle imprese alla ricerca di nuovi finanziatori disposti a sostenerne i piani di sviluppo, andava - nella maggior parte dei casi - nella direzione di pretendere, quale contropartita per l'investimento atteso, un posto nei correlativi organi d'amministrazione. Tale pretesa, trovava comunemente il proprio fondamento nel diffuso convincimento che negoziare con l'impresa da finanziare l'attribuzione della facoltà di

designare uno o più amministratori, fosse un efficace mezzo per avere accesso - dall'interno - alle informazioni aziendali determinanti per potere esercitare un diretto monitoraggio sull'andamento dell'investimento da effettuare <sup>1</sup>. La posizione generalmente tenuta da parte degli investitori finiva, però, con il venire a scontrarsi - il più delle volte - con la ritrosia opposta da parte delle imprese a cedere spazi di potere in seno ai propri organi di governo <sup>2</sup>. Tale ritrosia trovava la propria giustificazione nell'avvertito anelito ad arginare il ricorrente fenomeno del passaggio da un'iniziale condizione di controllo delle imprese da parte dei soci fondatori, ad un successivo stadio di controllo delle stesse da parte dei soci finanziatori <sup>3</sup>.

A principio di millennio, il contesto delle relazioni economiche intercorrenti tra investitori ed imprese operanti sul mercato statunitense ha cominciato lentamente a mutare paradigma, per fare progressivamente spazio alla propensione manifestata da parte degli investitori - sempre più prevalentemente professionali - a negoziare, con le imprese alla ricerca di nuovi finanziamenti, anziché il riconoscimento della facoltà di designare

---

<sup>1</sup> V. L. A. BEBCHUK, A. COHEN e S. HIRST, *The Agency Problems of Institutional Investors*, in *Journal Of Economic Perspectives*, Vol. 31, 2017, 90, disponibile all'indirizzo <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.31.3.89>; M. GORANOVA e L. VERSTEGEN RYAN, *Shareholder Activism: A Multidisciplinary Review*, in *Journal of Management*, Vol. 40, 2014, 1231, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2384280](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2384280); R.P. BARTLETT e E. TALLEY, *Law and Corporate Governance*, in *The Handbook of the Economics of Corporate Governance*, I, North Holland (USA), 2017, 180, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3009451](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3009451).

<sup>2</sup> V. Y. ARAN e E. POLLMAN, *Ousted*, in *Theoretical Inquiries in Law*, Vol. 25, 2024, 231 ss., disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4625990](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4625990).

<sup>3</sup> V. E. POLLMAN, *Startup Governance*, in *University of Pennsylvania Law Review*, Vol. 168, 2019, 181, disponibile all'indirizzo [https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3137&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.upenn.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=3137&context=faculty_scholarship).

uno o più <sup>4</sup> amministratori, l'attribuzione da parte di quest'ultime <sup>5</sup> del diritto di nominare uno o più <sup>6</sup> osservatori <sup>7</sup> (c.d. "Board Observer" <sup>8</sup> nella

---

<sup>4</sup> M. SUSTER, *Why I Don't Like Board Observers*, in *Both Sides of the Table*, 14 Ottobre 2009, disponibile all'indirizzo [https://bothsidesofthetable.com/why-i-don-t-like-board-observers-](https://bothsidesofthetable.com/why-i-don-t-like-board-observers-428e26e61dba#:~:text=Because%20nothing%20ever%20comes%20up,I've%20seen%20it)

[428e26e61dba#:~:text=Because%20nothing%20ever%20comes%20up,I've%20seen%20it](https://bothsidesofthetable.com/why-i-don-t-like-board-observers-428e26e61dba#:~:text=Because%20nothing%20ever%20comes%20up,I've%20seen%20it), considera l'attribuzione della facoltà di designare uno o più amministratori una prerogativa accordata ormai soltanto a coloro che investono maggiormente in una determinata società, ovvero da tempi più recenti. Sulla base di tale considerazione, l'Autore ipotizza competa a quest'ultimi il compito di riuscire a soddisfare identica ambizione nutrita da coloro che investano meno, ovvero da epoca maggiormente risalente, facendo in guisa d'offrire loro, quale contropartita, in cambio della rinuncia a coltivare l'aspirazione di potere mantenere la facoltà di designare uno o più amministratori, il riconoscimento della titolarità del diritto a nominare uno o più *Board Observers*.

<sup>5</sup> Cfr. *Board Observer Agreement* International Game Technology, PLC/De Agostini, s.p.a., 12 Novembre 2019, reperibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1619762/000161976222000022/ex210.htm> ["the Company (International Game Technology, n.d.a.) desires to provide the Shareholder (De Agostini s.p.a., n.d.a.) with certain observation rights regarding the Company's board of directors"].

<sup>6</sup> J. LEVY, *The Board Seat. Why Zerkova Prefers Observer Seats*, in *Medium*, 25 Aprile 2016, disponibile all'indirizzo <https://medium.com/@zelkovavc/why-board-observer-seats-are-better-than-actual-board-seats-28ca0bf360d3>, non intravede l'esigenza di fissare un limite massimo al numero dei *Board Observers* nominabili in una determinata società, ancorché condivide il timore espresso da M. SUSTER, *Why You Should Avoid Adding 'Board Observers'*, in *INC.*, 25 Febbraio 2019, disponibile all'indirizzo <https://www.inc.com/mark-suster>

[/startup-board-observer-member-silent.html](https://www.inc.com/mark-suster), che un numero eccessivo di *Board Observers* all'interno del medesimo organo d'amministrazione possa comportare il rischio di spostare l'essenza delle decisioni gestorie dall'obbiettivo di perseguire il miglior risultato per gli azionisti, a quello di conseguire il miglior rendimento per gli investitori.

<sup>7</sup> Ad avviso di M. SUSTER, *Why I Don't Like Board Observers*, cit.; Id., *Why You Should Avoid Adding 'Board Observers'*, cit., ottenere l'attribuzione della titolarità del diritto alla nomina del *Board Observer* potrebbe, ad esempio, essere particolarmente appetibile da parte di coloro che sono disponibili ad investire nelle *start-ups* un ammontare di capitale a tal punto limitato da non giustificare la rivendicazione della facoltà di designare un amministratore. A giudizio di G. WEISS, *A Theory of Seed Financing*, in *University Illinois Law Review* (forthcoming), disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4668015>, conseguire il diritto alla titolarità della nomina del *Board Observer* potrebbe essere l'opzione più opportuna da esercitare da parte di quanti credono possa essere scarsamente sensato assicurarsi la titolarità dei diritti propri d'un amministratore nella fase d'avvio d'una *start-up*, caratterizzata - come noto - da una prevalente attenzione ad argomenti, che raramente determinano l'espressione d'un voto sulle decisioni d'assumere.

A mente di N. PATEL, *It's Time To Break Up Facebook*, in *The Verge*, 4 Settembre 2018, disponibile all'indirizzo <https://www.theverge.com/2018/9/4/17816572/tim-wu-facebook-regulation-interview-curse-of-bigness-antitrust>, il riconoscimento della titolarità del diritto a nominare un *Board Observer*, anziché l'attribuzione della facoltà di designare un amministratore, potrebbe essere conveniente per le grandi *tech-firms*, che intendono

prassi operativa delle società di capitali nordamericane) loro graditi <sup>9</sup> nei corrispondenti organi amministrativi. Tale nomina ha principiato ad essere percepita quale strumento alternativo per continuare ad avere accesso - pur

---

sorvegliare il mercato delle *big-tech start-ups*, senza per ciò essere gravati dall'osservanza della disciplina *antitrust*.

J. S. FAN, *Catching Disruption: Regulating Corporate Venture Capital*, in *Columbia Business Law Review*, Vol. 341, 2018, 414 ss., poi, non esclude che la preferenza manifestata da parte di alcuni investitori a negoziare il riconoscimento della facoltà a designare uno o più amministratori potrebbe rispondere ad una generale politica d'investimento, che, a tenore di I. A. STREBULAEV e A. Y. WANG, *Organizational Structure and Decision-Making in Corporate Venture Capital*, in *Stanford Business School Working Paper*, n. 4008, 2021, disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3963514](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3963514), potrebbe configurarsi come una conseguenza diretta della scarsa attitudine mostrata dai fondi di *Corporate Venture Capital* a condurre in prima persona le trattative in funzione dell'investimento da effettuare, da cui deriverebbe, quale effetto naturale, un minore potere di negoziare per sé l'attribuzione della facoltà di designare uno o più amministratori, bilanciato, di contro, dal riconoscimento del diritto di contribuire alla nomina d'uno o più *Board Observers*.

J. LEVY, *The Board Seat*, cit., da ultimo, non dubita che, quale che sia la motivazione che possa condurre a giudicare preferibile per un investitore garantirsi l'attribuzione della titolarità del diritto a nominare un *Board Observer*, anziché procurarsi il riconoscimento della facoltà di designare un amministratore, sarebbe, comunque, certo che i fondatori della società da finanziare sarebbero maggiormente disposti a consentire l'intervento d'un *Board Observer* alle adunanze dell'organo d'amministrativo, piuttosto che cedere posti in seno allo stesso.

<sup>8</sup> V. C. HWANG, Y. NILI e J. MCCLANE, *The Lost Promise of Private Ordering*, in *Cornell Law Rev.*, vol. 109, 2024, disponibile all'indirizzo <https://www.cornelllawreview.org/wp-content/uploads/2024/01/Hwang-et-al.-final.pdf>.

N. AMORNSIRIPANITCH, P.A. GOMPERS e Y. XUAN, *More than Money: Venture Capitalists on Boards*, *The Journal of Law, Economics, and Organization*, April 11 2019, disponibile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2586592>, hanno censito, nel 2019, ben 1222 soggetti, che avevano già ricoperto negli Stati Uniti la carica di *Board Observer*.

La ricerca curata nel Gennaio 2024 dalla *National Venture Capital Association - NVCA* - (la maggiore organizzazione rappresentativa dei fondi di *Venture Capital* operanti sul mercato delle *start-ups* statunitensi), i cui esiti sono stati a vario titolo classificati da N. GESLEVICH PACKIN e A. ALON BECK, *Board Observers*, *Illinois Law Review (forthcoming)*, al momento disponibile quale *Work in Progress*, all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4745278](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4745278), 19, evidenzia la propensione manifestata da parte delle società di capitali statunitensi intervistate a valutare la possibilità d'incrementare il numero dei *Board Observers* già nominati. Le *New Guidelines for Pre-Merger Acquisitions* pubblicate negli Stati Uniti ad Agosto 2023 dalla *United States of America, Federal Trade Commission*, reperibili all'indirizzo <https://www.federalregister.gov/documents/2023/06/29/2023-13511/premerger-notification-reporting-and-waiting-period-requirements>, danno conferma di tale tendenza.

<sup>9</sup> Cfr. *Board Observer Agreement International Game Technology, PLC/De Agostini, s.p.a.*, cit., P.to 1.1., ["*The Company (International Game Technology, n.d.a.) grants to the Shareholder (De Agostini, n.d.a.) the option and right to appoint a representative reasonably acceptable to the Company (the "Observer")*"].

sempre dall'interno - alle informazioni aziendali fondamentali per potere proseguire a praticare un diretto monitoraggio sull'andamento dell'investimento da realizzare.

## 2. La c.d. "lender governance".

Il *Board Observer* rappresenta in seno all'organo d'amministrazione - necessariamente pluripersonale - d'una società di capitali - prevalentemente a base azionaria <sup>10</sup> - gli interessi di uno o più investitori strategici <sup>11</sup>. Si tratta, oltre che di soci (realisticamente di minoranza), ovvero sottoscrittori di strumenti finanziari partecipativi, anche di finanziatori, che solitamente assumono la veste d'impresе di *Venture Capital* <sup>12</sup>, di creditori

---

<sup>10</sup> Ancorché l'ambito elettivo per la nomina del *Board Observer* siano le società per azioni, non mancano nell'esperienza applicativa nazionale esempi di altri generi di enti dotati di personalità giuridica, che abbiano fatto ricorso alla nomina d'osservatori esterni nei propri organi di governo.

È il caso della Fondazione Alghero (Musei Eventi Turismo Arte), che, all' art. 16, X comma, dello Statuto, reperibile all'indirizzo <https://www.fondazionealghero.it/>, prevede che alle riunioni del consiglio di amministrazione partecipi in qualità d'osservatore - invitato permanente con diritto di parola ma senza diritto di voto - un delegato annualmente espresso dall'assemblea dei soci partecipanti, Fondazione Cassa Depositi e Prestiti, che, all'art. 10, X comma, dello Statuto reperibile all'indirizzo <https://www.cdp.it/sitointernet/it/fondazione.page>, prevede che il consiglio di amministrazione, a maggioranza dei suoi componenti, possa nominare, su designazione del fondatore, uno o più osservatori, tra persone di rilievo ed esperienza utile per la realizzazione degli scopi della Fondazione.

Non può, dunque, escludersi che la figura dell'Osservatore possa a breve essere utilizzata anche in altri contesti, differenti da quelli esclusivamente azionari, come le società a responsabilità limitata aperte al mercato, in funzione d'una più efficiente gestione delle richieste informative provenienti dalla variegata platea dei *crowd-funders*.

Cfr. L. CALVOSA, *Il board observer nella governance societaria*, in *Riv. soc.*, 1/2025, 18.

Conforme, M. BIANCA, *Il Board Observer tra prassi e principi di diritto societario. Do we need another hero?*, saggio d'imminente pubblicazione in *Contr. imp.*, che s'è avuto modo di consultare grazie alla cortesia dell'Autore, il quale, al contrario, si mostra scettico a proposito della possibile applicazione dell'istituto del *Board Observer* con riferimento alle società in accomandita per azioni.

<sup>11</sup> La selezione dell'aggettivo che appropriatamente fornisce evidenza della speciale posizione occupata dal soggetto che, come affermato dall'Autrice, "richiede" o, meglio, "impone" la nomina del *Board Observer* si deve a L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 15.

<sup>12</sup> I dati compresi nella ricerca condotta nel Gennaio 2024 dalla NVCA (v. nt. 10) - analizzati da N. GESLEVICH PACKIN e A. ALON BECK, *Board Observers*, cit., 20 - indicano, negli Stati Uniti, in una percentuale contenuta tra il 25% ed il 75% il numero delle società nel portafoglio di fondi di *Venture Capital*, che registrano all'interno dei propri organi amministrativi la nomina d'un *Board Observer*.

N. AMORNSIRIPANITCH, P.A. GOMPERS e Y. XUAN, *More than Money*, cit., esplorano le funzioni e la struttura dei modelli degli organi di amministrazione impiegati nell'ambito

qualificati, ovvero *stakeholders* rilevanti interessati a finanziare, in particolare, *start-ups*; società di piccole dimensioni, ovvero di nuova costituzione, operanti in settori, nei quali l'investitore è già attivo, ovvero sta cercando d'espandersi<sup>13</sup>. Quest'ultime, intendono accedere, attraverso l'Osservatore, ad un rapporto privilegiato con investitori, che abbiano

---

del *Venture Capital*, per identificare i fattori che influenzano le scelte degli azionisti in capitale di rischio, allorché agiscono per concorrere al successo delle società in portafoglio attraverso la nomina d'un *Board Observer*.

<sup>13</sup> V. J. LEVY, *The Board Seat*, cit., il quale, nel descrivere il percorso che ha condotto il fondo di *Venture Capital* "Zelkova" a preferire d'aver attribuito la titolarità del diritto a nominare *Board Observers* negli organi amministrativi delle società in portafoglio, piuttosto che avere riconosciuta la facoltà di designare gli amministratori, afferma che l'esperienza insegnerebbe che un *Board Observer* può essere reputato un'ottima risorsa per aggiungere valore alle società oggetto d'investimento, permettendo al contempo d'acquisire una profonda conoscenza delle stesse, strumentale a graduare meglio il modello d'investimento adottato. *Contra*, N. AMORNSIRIPANITCH, P.A. GOMPERS e Y. XUAN, *More than Money*, cit., a cui avviso l'attribuzione della titolarità del diritto alla nomina del *Board Observer* potrebbe non infrequentemente dissimulare la delusione da parte dei fondi di *Venture Capital* per la circostanza di non essere riusciti a direttamente nominare un proprio rappresentante all'interno dell'organo d'amministrazione.

A. GARG, *Board Observers. What To Do and What Not To Do*, in *Medium*, 23 Maggio 2017, disponibile all'indirizzo <https://medium.com/@amitgarg/board-observers-what-to-do-and-what-not-to-do-c3f49ce91914>, associa principalmente ai fondi d'investimento di minoranza l'interesse al riconoscimento della titolarità del diritto alla nomina d'un *Board Observer*, benché ammetta che non sia insolito il caso in cui anche un fondo di maggioranza possa, una volta essere riuscito ad esprimere un proprio rappresentante in seno all'organo amministrativo, mirare a nominare in aggiunta un *Board Observer*.

Conforme, S. LEVINE (un *manager* statunitense noto a chi scrive esclusivamente per le osservazioni formulate in un *post* apparso sul proprio *blog* VC Adventure), *Board Observer v. Board Member*, 18 Gennaio 2005, disponibile all'indirizzo <https://www.sethlevine.com/archives/2005/01/board-observer-vs-board-member.html>. È, peraltro, ricorrente nell'aneddotica societaria l'affermazione secondo cui i compiti disimpegnati dal *Board Observer* consentirebbero alle società di *Venture Capital* d'assistere le società in portafoglio da una posizione meno attiva, facilitandone così la partecipazione ai successivi cicli d'investimento.

A proposito della relazione biunivoca, che viene a stabilirsi, tra un atteggiamento di sorveglianza passiva delle società in portafoglio da parte dei fondi di *Venture Capital* e la nomina del *Board Observer* v. *Court of Chancery of the State of Delaware*, *Braga Inv. & Advisory v. Yenni Income Opportunities Fund I, L.P.*, 8 Giugno 2020, reperibile all'indirizzo <https://casetext.com/case/braga-inv-advisory-llc-v-yenni-income-opportunities-fund-i-lp>.

conoscenza del medesimo ambito d'attività<sup>14</sup>, ovvero possano promuovere relazioni con potenziali *partners* strategici<sup>15</sup>.

Il *Board Observer* assiste, ovvero a determinate condizioni anche interviene<sup>16</sup>, alle adunanze dell'organo amministrativo con il fine di controllare che la gestione della società oggetto di finanziamento si dimostri adeguatamente improntata agli impegni contratti nei confronti dell'investitore in forza dell'atto con cui egli sia stato nominato, nonché con il fine di sorvegliare che gli amministratori della medesima società non assumano decisioni in contrasto con gli intendimenti perseguiti dallo stesso investitore in virtù di tale atto di nomina (c.d. "*investment monitoring*")<sup>17</sup>.

---

<sup>14</sup> I *Board Observers* propendono a prestare la propria attività all'interno degli organi d'amministrazione di società operanti in campi nei quali abbiano già maturato specifiche competenze.

V., in argomento, J.A. SONNENFELD, *What Makes Great Boards Great*, in *Harvard Business Law Review*, Vol. 80, 2002, 106 ss., disponibile all'indirizzo <https://hbr.org/2002/09/what-makes-great-boards-great>; A. CLEEK, *Board Observer Rights: What are They and Why Are They Important to Investors*, 17 Marzo 2021, disponibile all'indirizzo <https://startupetsu.com/what-are-board-observer-rights-and-why-are-they-important-to-investors/>

La ricerca condotta da N. AMORNSIRIPANITCH, P.A. GOMPERS e Y. XUAN, *More than Money*, cit., ha rilevato che l'11,5% dei n. 1122 *Board Observers* censiti fino al 2019 nelle società di capitali statunitensi poteva vantare una precedente esperienza imprenditoriale all'attivo, a motivo del fatto d'aver avviato almeno una società nel passato. Il 66,4% del medesimo campione di soggetti (da non sommarsi alla percentuale precedente, ma da considerarsi riferito al totale dei n. 1122 *Board Observers* presi in esame sotto un differente parametro), al contrario, aveva lavorato in società di *private equity* e/o *venture capital*, mentre il 39% (vedi avvertenza precedente) aveva avuto esperienze lavorative in banche d'investimento; società di gestione del risparmio; compagnie assicurative. Il 18,3% (vale sempre il medesimo avvertimento di prima) dei n. 1122 *Board Observers* registrati dalla ricerca in questione denotava esperienza nel settore della consulenza aziendale; l'1,9 in quello della consulenza legale; infine, il 3,4% in quello dell'insegnamento universitario.

<sup>15</sup> V. N. GESLEVICH PACKIN e A. ALON BECK, *Board Observers*, cit., 22 ss.

<sup>16</sup> A proposito della distinzione, più in generale, tra la nozione d'intervento alle assemblee societarie, e quella d'assistenza alle stesse, v. M. STELLA RICHTER JR., *Partecipare, intervenire e assistere alle adunanze degli organi collegiali delle società azionarie*, in *Società, banche e crisi d'impresa*. Liber amicorum Pietro Abbadessa, diretto da M. Campobasso, V. Di Cataldo, V. Cariello, F. Guerrera e A. Sciarrone Alibrandi, 1, UTET, Torino, 2014, 906 ss.

<sup>17</sup> Cfr. H. EASTERBROOK - D.R. FISCHER, *Close Corporations and Agency Costs*, *Stanford Law Review*, Vol. 38, No. 271, 1985, 274 ss., i quali ritengono non esista una differenza significativa tra soci finanziatori e terzi investitori da un punto di vista economico, atteso che le aspettative di remunerazione d'entrambi restano sottoposte alle medesime cause d'incertezza, determinate dal profilo di rischio dell'impresa.

V., altresì, L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia*, Il Mulino, Bologna, 2007, 24 ss., il quale evidenzia come i creditori rischino comunque il capitale senza avere alcun controllo sulla società.

Il *Board Observer* può, dunque, considerarsi un ulteriore tassello del composito mosaico, al quale danno forma alcuni fenomeni legati al funzionamento a medio-lungo termine delle grandi società, caratterizzati da meccanismi di c.d. “*lender governance*”<sup>18</sup>. S’indicano con tale espressione le implicazioni connesse all’influenza sul governo delle società di capitali - ed, in particolare, delle società per azioni - esercitata dai fornitori di capitali di debito<sup>19</sup>, al fine di proteggere, attraverso i compiti di controllo delegati all’Osservatore<sup>20</sup>, il valore del proprio investimento<sup>21</sup>.

---

<sup>18</sup> Cfr. F. TUNG, *Leverage in the Boardroom: The Unsung Influence of Private Lenders in Corporate Governance*, in *UCLA Law Review*, Vol. 57, No. 115, 2009, disponibile all’indirizzo [https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2673&context=faculty\\_scholarship](https://scholarship.law.bu.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2673&context=faculty_scholarship)

<sup>19</sup> L’influenza dei *lenders* sulle imprese finanziate è fenomeno che non s’esaurisce nell’esperienza del *Board Observer*: assai più incisiva è la funzione assolta dai cc.dd. “*debt covenants*”; quest’ultime sono particolari clausole - abitualmente comprese nei contratti di finanziamento a medio o lungo termine - il cui contenuto consiste essenzialmente nell’imposizione di vincoli di vario genere nell’azione della società destinataria del finanziamento, in forza dei quali i finanziatori sono capaci di condizionare l’azione della società finanziata.

<sup>20</sup> Tra le iniziative di controllo che potrebbero essere assunte dal *Board Observer*, una basilare importanza potrebbe essere riservata alla verifica periodica circa l’osservanza da parte della società finanziata di determinati *ratios* patrimoniali e finanziari in rapporto alla complessiva misura dell’indebitamento.

Argg. ex A.D. SCANO, *Debt covenants e governo delle società per azioni solventi: il problema della lender governance*, in *NDS*, n. 8/2011, 18.

<sup>21</sup> La c.d. “*agency theory*” [approccio che “sottolinea (...) la pervasività dell’asimmetria informativa e del connesso problema di agenzia che si realizza nell’impresa quando si ha produzione di squadra (...) e separazione tra proprietari-azionisti e controllori-managers”]: così A. NICITA - V. SCOPPA, *Economia dei contratti*, Carocci, Roma, 2005, 268], ad avviso di A.D. SCANO, *Debt covenants*, cit., 17, evidenzierrebbe come il rapporto tra la società ed i finanziatori non soci darebbe vita a costi di agenzia conseguenti al potenziale conflitto d’interessi tra gli uni e gli altri, che indurrebbe i primi ad intraprendere azioni tendenzialmente sfavorevoli per i secondi. In particolare, una volta ottenuta l’erogazione del prestito, la società potrebbe: i) disperdere i beni che costituiscono la garanzia generica del finanziatore; ii) diminuire la consistenza del patrimonio sociale attraverso restituzioni ai soci; iii) mutare in senso più rischioso l’oggetto della propria attività.

Lo specifico costo di agenzia - il cui insorgere, a giudizio dell’Autore, sarebbe favorito dall’esistenza dell’autonomia patrimoniale perfetta della società debitrice - sarebbe tanto più intenso, quanto maggiore dovesse manifestarsi il ricorso della società al debito.

L’Autore, ciò nonostante, fa risaltare come all’attività di monitoraggio disimpegnata dai finanziatori - specialmente se istituti bancari - raramente s’accompagna un abuso nell’esercizio dei diritti accordati dai *covenants*, anche in considerazione dei costi reputazionali da sopportare sul mercato del credito in caso d’indebite interferenze.

V., in argomento, gli studi pionieristici di M. C. JENSEN-W.H. MECKLING, *Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure*, in *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, No. 4, 1976, 312 ss.; R.C. GREEN-E. TALMOR, *Asset Substitution and The Agency Costs of Debt*

Le funzioni di supervisione praticate dal *Board Observer* a beneficio del *lender* che lo nomina potrebbero trasformarsi - a determinate condizioni - pure in un fattore competitivo per le imprese finanziate. Ciò, segnatamente, potrebbe accadere allorché l'Osservatore dovesse possedere competenze strategiche, ovvero dovesse essere espressione di percentuali di capitale significative<sup>22</sup>, fermo restando che l'attività di controllo svolta da quest'ultimo è prioritariamente diretta alla mitigazione dei costi d'agenzia collegati alla fisiologica contrapposizione d'interessi esistente tra finanziatore e finanziato e, quindi, in ultima analisi alla tutela d'interessi differenti<sup>23</sup>.

La nomina del *Board Observer* è finalizzata, quindi, a contemperare, da un lato, l'intento prefissatosi dagli investitori d'avere diretto accesso alle informazioni aziendali essenziali, per potere accertare - senza intermediazioni<sup>24</sup> - l'osservanza delle condizioni poste a base del finanziamento accordato<sup>25</sup>; dall'altro, l'aspirazione coltivata dal gruppo di comando delle società ad avere piena garanzia sul mantenimento degli

---

*Financing*, in *Journal of Banking and Finance*, Vol. 10, No. 3, 1984, 392. J. TIROLE, *The Theory of Corporate Finance*, Princeton University Press, 2006, 84.

<sup>22</sup> Cfr. A. GARG, *Board Observers*, cit.

N. GESLEVICH PACKIN e A. ALON BECK, *Board Observers*, cit. 18, analizzando i dati della ricerca diretta dalla NVCA (v. nt. 10), hanno desunto, dalla crescente nomina di *Board Observers* negli organi d'amministrazione delle imprese associate, conferma, non soltanto del comunemente invalso affidamento che i fondi di *Venture Capital* fanno ora sulle competenze apportate al confronto consiliare dai *Board Observers*, ma anche del più ampio riconoscimento del contributo da loro recato al mondo produttivo mediante: i) l'accentuazione della vigilanza; ii) la facilitazione dello scambio di conoscenze; iii) il rafforzamento della fiducia degli investitori.

<sup>23</sup> A.D. SCANO, *Debt covenants*, cit., 21.

<sup>24</sup> I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore nel consiglio di amministrazione: qualche prima considerazione*, in *Dialoghi di Diritto dell'Economia*, Marzo 2023, disponibile all'indirizzo [https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/03/2023-Pollastro-](https://www.dirittobancario.it/wp-content/uploads/2023/03/2023-Pollastro-Osservatore-Cda-1.pdf)

Osservatore-Cda-1.pdf, 1, non esclude che la titolarità del diritto di nominare un *Board Observer*, anziché un amministratore, potrebbe dimostrarsi un'alternativa vantaggiosa per l'investitore, anche per arginare il rischio che l'eventuale nomina di amministratori per ognuna delle società partecipate possa cagionare l'insorgere di situazioni di conflitto d'interessi, ovvero incompatibilità tra una posizione e l'altra.

<sup>25</sup> V. A. CLEEK, *Board Observer Rights*, cit.

assetti organizzativi esistenti <sup>26</sup>, potendo, comunque, contare sull'apporto d'un soggetto in possesso di cognizioni tecniche qualificate <sup>27</sup>.

### 3. La "Bussola per la competitività europea".

L'esperienza applicativa estera - principalmente nordamericana <sup>28</sup> - indica che tra i motivi che hanno condotto all'affioramento sui mercati - specie d'oltre Oceano - dell'innovativa figura del *Board Observer*, due, soprattutto si sarebbero manifestati come determinanti, e cioè, da un lato, quello di consentire a determinati investitori di verificare, mediante l'intervento dell'Osservatore alle riunioni degli organi d'amministrazione delle società in portafoglio, l'ottemperanza alle condizioni del finanziamento loro concesso in maniera maggiormente efficiente rispetto a quanto conseguibile avvalendosi dei diritti d'ispezione comunemente esercitabili dagli azionisti; dall'altro, quello di consentire ad alcune promettenti *start-up* d'essere valutate, per mezzo della partecipazione del

---

<sup>26</sup> V. B. J. BROUGHMAN e M. WANSLEY, *Risk-Seeking*, in *Vanderbilt Law Revue*, Vol. 76, No. 5, 2023, 1299 ss., disponibile all'indirizzo [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=4344939](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4344939); Y. ARAN & E. POLLMAN, *Ousted*, cit.

<sup>27</sup> A parere di L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 25, la presenza d'un Osservatore all'interno dell'organo amministrativo rappresenterebbe un'opportunità sia per i soci, che per gli *stakeholders*, per concorrere alla definizione delle rispettive strategie, per mezzo d'un dialogo costante con l'organo di vertice della società.

La principale differenza, allora, tra il *Board Observer* ed il *Board Advisor* (cioè, colui che ha maturato una personale esperienza, che lo rende adatto a fornire agli amministratori, nonché ai dirigenti apicali d'una determinata società, qualificati consigli su specifici aspetti gestionali) non risiederebbe tanto in una diversità di doveri e/o poteri spettanti all'uno, ovvero all'altro, quanto piuttosto nella fonte dei diritti loro attribuiti che, in un caso - *Board Observer* - conseguono al potere al riguardo conferito ad uno o più investitori, nell'altro - *Board Advisor* - derivano dalla prerogativa esercitata in tal senso dall'organo d'amministrazione, ovvero dai dirigenti apicali della società stessa.

A proposito del *Board Advisor*, v. E. KANTZ, *Considerations in Drafting Board Advisor Arrangements*, in *Business Law Today*, Aprile 2014, disponibile all'indirizzo [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/resources/business-law-today/2014-april/considerations-in-drafting-board-advisor-arrangements/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/resources/business-law-today/2014-april/considerations-in-drafting-board-advisor-arrangements/)

<sup>28</sup> S. HORN, *Canadian perspectives*, in *Board Observers Beware: A Discussion of Liabilities and Risks Facing Board Observers from a United States, Canadian, and Italian Law Perspective*, a cura di K.W. Richardson, S. Horn e F. Portolano, informa della crescente diffusione anche sul mercato canadese della figura del *Board Observer*, particolarmente a motivo d'una rinnovata sensibilità manifestata dalle imprese locali in confronto all'argomento della *corporate governance* più in generale.

*Board Observer* alle riunioni dei rispettivi organi amministrativi, da investitori esperti, in condizione di concorrere alla loro effettiva crescita <sup>29</sup>.

L'incarico abitualmente assolto dal *Board Observer*, laddove riguardato sotto la più ampia angolazione di congegno in grado d'incentivare la propensione d'alcuni investitori professionali a finanziare lo sviluppo di determinate imprese, potrebbe, ove opportunamente valorizzato, assurgere anche ad ulteriore criterio per accrescere la competitività delle imprese comunitarie, con ciò, contribuendo a giungere alla meta ambita dal c.d. "Rapporto Draghi" <sup>30</sup> di generare un aumento significativo dei finanziamenti di capitale e di debito disponibili per le *start-ups* e le *scale-ups* <sup>31</sup>.

Ad avviso del Rapporto, la frammentazione del Mercato Unico e gli ostacoli normativi e giurisdizionali su d'esso insistenti, impedirebbero a molte imprese europee - specie se di nuova costituzione, ed operanti nel settore digitale - di svilupparsi e diventare particolarmente redditizie. Simile contesto, avrebbe spinto - a giudizio del Rapporto - molte di tali imprese a cercare d'essere finanziate da società di *venture capital* statunitensi, nonché a fare *scale-up* sul mercato USA <sup>32</sup>. A parere del Rapporto, una delle principali cause della minore efficienza dell'intermediazione finanziaria in Europa risiederebbe nella circostanza

---

<sup>29</sup> V. T. HIXON, *Get Value From Board Observers*, 6 Settembre 2012, reperibile all'indirizzo <https://www.forbes.com/sites/toddhixon/2012/09/06/get-value-from-board-observers/>, il quale reputa che, secondo molti investitori, il costo per ottenere un posto per un proprio osservatore negli organi d'amministrazione di tante piccole realtà imprenditoriali aventi un iniziale successo, sia un prezzo che valga la pena pagare in vista dei possibili futuri ritorni economici ritraibili.

<sup>30</sup> Il 9 settembre 2024, il già Governatore della Banca Centrale Europea, Prof. Mario Draghi, ha presentato alla Commissione Europea il rapporto intitolato "A Competitiveness Compass for the EU", confluente nella *Communication from the Commission to the European Parliament, the European Council, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions*, 29 gennaio 2025, reperibile all'indirizzo [https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/competitiveness-compass\\_en](https://commission.europa.eu/topics/eu-competitiveness/competitiveness-compass_en). La "Bussola per la competitività" (questa la traduzione nella nostra lingua) punta, tra l'altro, all'affermazione d'un contesto comunitario nel quale le imprese possano accedere facilmente ai finanziamenti, grazie ad un mercato dei capitali privato integrato ed efficiente in tutta l'Unione Europea.

<sup>31</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *A Competitiveness Compass for the EU*, cit., 4.

<sup>32</sup> Tra il 2008 ed il 2021 quasi il 30% degli "unicorni" fondati in Europa (cioè, *start-ups* valutate più d'un miliardo di dollari) hanno trasferito la loro sede all'estero, soprattutto negli Stati Uniti).

Cfr. EUROPEAN INVESTMENT BANK, *The scale-up gap Financial market constraints holding back innovative firms in the European Union*, Giugno 2024, 4, reperibile all'indirizzo [https://www.eib.org/files/publications/20240130\\_the\\_scale\\_up\\_gap\\_en.pdf](https://www.eib.org/files/publications/20240130_the_scale_up_gap_en.pdf).

che anche i mercati di capitali rimarrebbero frammentati, con la conseguenza che i flussi di risparmio in direzione di tali mercati resterebbero di gran lunga inferiori rispetto a quelli generati sul mercato statunitense<sup>33</sup>, a dispetto delle statistiche ufficiali, che registrano un tasso di risparmio delle famiglie residenti nell'Unione Europea superiore di ben il 65% in rapporto a quello delle famiglie residenti negli Stati Uniti<sup>34</sup>. La ragione di tale ultimo aspetto - sempre secondo il Rapporto - andrebbe ricercata nel fatto che il settore finanziario dell'Unione Europea non sarebbe sufficientemente strutturato per indirizzare i risparmi delle famiglie europee in direzione d'investimenti produttivi, con la conclusione che, non riuscendo ad offrire ai cittadini europei rendimenti in condizione di remunerare proporzionalmente i loro risparmi, quest'ultimi tenderebbero ad essere investiti in mercati esterni all'Unione Europea<sup>35</sup>.

La sfida, perciò, per il Mercato Unico - ravvisa il Rapporto - diverrebbe quella di mobilitare gli investimenti privati, anche favorendo l'attivismo degli investitori professionali.

Una misura che, alla luce di quanto in precedenza argomentato, potrebbe verosimilmente risultare un incentivo ad incrementare significativamente la quantità degli investimenti sul Mercato Unico, con l'effetto di stimolare la produttività e realizzare gli obiettivi determinati dal Rapporto, potrebbe essere quella di rimuovere gli ostacoli normativi e giurisdizionali, che dovessero impedire, a livello d'ordinamento comunitario, l'affermazione della figura del *Board Observer*<sup>36</sup>.

---

<sup>33</sup> Cfr. EUROPEAN INVESTMENT BANK, *The scale-up gap*, cit., 22.

<sup>34</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *Autumn 2024 Economic Forecast: A gradual rebound in an adverse environment*, Novembre 2024, reperibile all'indirizzo [https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2024-economic-forecast-gradual-rebound-adverse-environment\\_en?prefLang=cs](https://economy-finance.ec.europa.eu/economic-forecast-and-surveys/economic-forecasts/autumn-2024-economic-forecast-gradual-rebound-adverse-environment_en?prefLang=cs)

<sup>35</sup> Cfr. EUROPEAN COMMISSION, *A Competitiveness Compass for the EU*, cit., 20.

<sup>36</sup> Con la Comunicazione "*A competitiveness compass for the EU*" del Gennaio 2025, la Commissione europea aveva annunciato l'adozione d'una proposta di modello di regime giuridico opzionale (cd. 28° regime) volto a consentire alle imprese innovative, costituite in forma di società di capitali non quotate, di agire sul Mercato Unico, sulla base d'un insieme armonizzato di norme in materia di diritto societario, fallimentare, del lavoro e tributario.

Inserito in una più ampia strategia per rafforzare la competitività dell'economia europea, l'adozione d'un 28° regime mira a superare la frammentazione dei quadri giuridici nazionali che, unitamente alla complessità ed ai costi associati alla costituzione e al funzionamento delle società nell'UE, rappresenta un ostacolo significativo all'attività imprenditoriale e comporta una perdita di opportunità per le imprese nel mercato unico.

Il ruolo da quest'ultimo praticato di monitoraggio degli investimenti compiuti specificamente da parte di *Business Angels*, *Venture Capitalists* e fornitori di *Private Equity* a vantaggio di *start-ups*<sup>37</sup> e *scale-ups* in specie potrebbe divenire uno dei canali attraverso cui - grazie anche ad un sistema armonizzato di regole per gli investimenti in strumenti di debito simili al capitale azionario<sup>38</sup> - sviluppare la formazione di movimenti crescenti di quote di finanziamento, in favore della crescita d'impresе innovative sul mercato europeo, ad opera di soggetti economici<sup>39</sup> non necessariamente intenzionati ad acquisirne i rispettivi diritti di controllo<sup>40</sup>.

---

L'8 Luglio 2025, la Commissione Europea ha avviato una consultazione pubblica con l'obiettivo di raccogliere opinioni e contributi delle parti interessate sulle principali sfide che le imprese - in particolare le *start-up* - incontrano nella fase di costituzione ed espansione all'interno dell'UE. La consultazione pubblica s'è chiusa il 30 Settembre 2025. Il 20 Gennaio 2026, il Parlamento europeo, con risoluzione n. 2/26, ha dato mandato alla Commissione europea di predisporre, entro il primo quadrimestre dell'anno in corso, un testo di direttiva, che recepisca le indicazioni emerse in merito all'adozione d'un 28° regime per le imprese comunitarie, da sottoporre a successiva approvazione parlamentare.

<sup>37</sup> I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., 1, considera l'attribuzione della titolarità del diritto di nominare il *Board Observer*, anziché quella di designare un componente l'organo d'amministrazione, un'opportunità particolarmente vantaggiosa nel caso di *start-ups* o PMI innovative le quali, nelle prime fasi della loro crescita, ricevono numerosi *round* di finanziamento, che difficilmente potrebbero giustificare la possibilità d'assicurare a tutti gli investitori la titolarità del diritto di nominare un amministratore, non foss'altro perché simile evenienza, nella migliore dell'eventualità, porterebbe ad avere un organo d'amministrazione con un numero di componenti ingiustificatamente alto, e, conseguentemente, collegati ingiustificati costi, specialmente a fronte di società di dimensioni ancora relativamente ridotte.

<sup>38</sup> Potrebbe dimostrarsi indirettamente confermativo di quanto ipotizzato nel corpo del testo, l'inserimento nell'elenco delle possibili forme di configurazione dei titoli di debito contenuto al § 7, della risoluzione del Parlamento europeo n. 2 del 20 gennaio 2026, intitolata "*The 28th Regime: a new legal framework for innovative companies*", anche quella di "*silent partnerships*", sotto specie d'accordi contrattuali fra investitori ed imprese finanziate.

<sup>39</sup> Il principio 35, della risoluzione del Parlamento europeo n. 2/2026, cit., esorta ad adeguatamente considerare che l'accesso al mercato dei capitali non dovrebbe essere limitato alle sole imprese di *Venture Capital*, ma andrebbe ampliato anche alle imprese d'investimento in settori ESG, Fondi Pensione, ed imprese d'investimento a capitale pubblico.

<sup>40</sup> Il ricorso da parte delle imprese europee alla funzione del *Board Observer* non si dimostra circoscritto al solo conseguimento dei fini, cui s'allude nel corpo del testo.

In Olanda, ad esempio, è stato indagato il possibile impiego dell'Osservatore a proposito al ruolo esercitabile all'interno del *Wet Homologatie Onderhands Akkoord ter Voorkoming van Faillissement*, meglio noto come "WHOA" o "Dutch Scheme".

V. W. PETERS, *The Development of the Board Observer in Dutch Companies*, in *European Company Law*, Vol. 20, No. 5, 2023; H. VOLBERDA, *Crises. Creditors and Cramdowns: An evaluation of the protection of minority creditors under the WHOA in light of Directive (EU) 2019/1023*, in *Utrecht Law Review*, Vol. 17, No. 3, 2021, 65 ss., disponibile all'indirizzo <https://utrechtlawreview.org/articles/10.36633/ulr.638>

Per potere, però, concretamente esplorare la fondatezza della prospettiva avanzata, si rende ineludibile sottomettere la figura del *Board Observer* ad una verifica di compatibilità con il sistema normativo esistente in ciascun Paese membro dell'Unione Europea, così da procedere, qualora sussistano barriere al suo ingresso, ad un allineamento dei requisiti pretesi a livello comunitario, per fare proprie le legittime istanze provenienti dalla variegata categoria degli investitori professionali agenti sul mercato europeo.

Nel presente lavoro, per evidenti motivazioni d'ordine geografico, ci si limiterà a condurre un'analisi circoscritta all'ordinamento giuridico nazionale, per orientarne gli esiti in linea con gli interessi dell'Unione Europea a sostenere le imprese comunitarie nel mantenere posizioni competitive sui principali mercati stranieri.

#### **4. Il modello convenzionale di Board Observer.**

Il modello convenzionale di *Board Observer* - derivante principalmente dall'attività plasmatrice della prassi operativa statunitense - coincide con quello d'un soggetto (anche solo virtualmente umano <sup>41</sup>) estraneo all'organo d'amministrazione - di norma - di società azionarie, la nomina del quale - di regola - non è contemplata all'interno dello statuto <sup>42</sup>,

---

Analogamente, in Italia, è stato investigato il verosimile uso del *Board Observer* in rapporto all'ufficio che potrebbe svolgere nell'ambito delle operazioni di ristrutturazione aziendale. V. N. ABRIANI, *Un nuovo protagonista del diritto della crisi: il Board Observer nella governance delle ristrutturazioni aziendali*, in *Riv.dir.imp.*, n. 1/25, 1 ss.

La Banca Europea degli Investimenti - BEI -, infine, s'è dotata d'un autonomo regolamento, reperibile all'indirizzo <https://www.eib.org/en/publications/operating-rules-of-the-appointment-advisory-committee>, per disciplinare la nomina d'un Osservatore all'interno del proprio *Audit Committee*.

<sup>41</sup> S. SHEKSHNIA e V. YAKUBOVICH, *How Pioneering Boards Are Using AI*, in *Harvard Business Review Magazine*, Giugno-Luglio 2025, disponibile all'indirizzo <https://hbr.org/2025/07/how-pioneering-boards-are-using-ai>, 60, riferiscono della circostanza che, lo scorso anno (2024), IHC - la più grande società quotata in borsa negli Emirati Arabi Uniti - ha nominato "Alden Insight" (un sistema d'Intelligenza Artificiale progettato da "G42", società produttrice di AI e *cloud-computing* softwares) come proprio *Board Observer*.

<sup>42</sup> V. P. GARG e V. HABLANI, *The Legislative Vacuum on the Honorary Position of a Chairman Emeritus: assessing the need to introduce statutory regulations*, in *The West Bengal National University of Juridical Sciences (NUJS) Law Review*, Vol. 11, 2018, 683.

V., altresì, N. GESLEVICH PACKIN e A. ALON BECK, *Board Observers*, cit., 24 ss.; A. CLEEK, cit.

cui la società attribuisce, in virtù d'esplicito accordo <sup>43</sup>, il diritto d'essere informato dello svolgimento, e di essere ammesso ad assistere <sup>44</sup>, ovvero anche - a determinate condizioni - intervenire, senza facoltà di voto <sup>45</sup>, a

---

<sup>43</sup> Negli Stati Uniti, il *Board Observer* viene generalmente nominato in seno ad un accordo d'investimento, ovvero d'un protocollo d'intesa, ovvero ancora d'una lettera d'intenti, che ne disciplinano esplicitamente diritti, doveri e potenziali responsabilità.

Cfr. *Board Observer Agreement* Griffin Capital Asset Reit, Inc./S.J. Lamontagne, reperibile all'indirizzo

<https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1456016/000145601615000045/gcear-exhibit101boardobser.htm>; *Board Observer Agreement* International Game Technology, PLC/De Agostini, s.p.a., cit.; *Board Observer Agreement* NN, Inc. e NHTV Nevada Holdings, LP, 22 Marzo 2021, reperibile all'indirizzo <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/918541/000119312521089609/d162543dex102.htm>.

V. N. GESLEVICH PACKIN e A. ALON BECK, *Board Observers*, cit., 40.

Non va confuso con l'accordo, che regola diritti, doveri e responsabilità del *Board Observer* la c.d. "*management rights letter*", ossia il documento con cui certi investitori disciplinano il diritto di determinati *managers* di fondi attivi in particolari ambiti ad avere accesso alle informazioni di carattere confidenziale attinenti l'impresa da finanziare, anche tramite atti d'ispezione, senza con ciò incorrere nei limiti previsti dalla legislazione posta a presidio della riservatezza aziendale. Le "*management rights letters*" - le quali potrebbero attribuire ad un soggetto diritti simili a quelli conferiti al *Board Observer* - , in realtà costituiscono un sofisticato snodo d'intersezione tra abili strategie legali da un lato, ed esigenze di supervisione degli investimenti, dall'altro.

Considerazioni analoghe possono applicarsi, altresì, agli eventuali accordi, con cui una società ammetta la possibilità che determinati investitori facciano affiancare, in occasione di particolari adunanze dell'organo d'amministrazione, l'amministratore di propria espressione da un *partner* che goda della fiducia dell'investitore.

V. C. POE, *What is a Management Rights Letter?*, in *Wyrick Ventures*, 28 Marzo 2023, disponibile all'indirizzo <https://ventures.wyrick.com/contributors/christopher-poe>.

V., altresì, DLA PIPER, *What is a management rights letter and why is my investor asking for it?*, disponibile all'indirizzo <https://www.dlapiperaccelerate.com/knowledge/2019/what-is-a-management-rights-letter-and-why-is-my-investor-asking-for-it.html#:~:text=A%20letter%20agreement%20between%20a,management%20of%20the%20portfolio%20company>.

<sup>44</sup> V. A. CLEEK, *Board Observer Rights*, cit., la quale, nell'illustrare le competenze acquisite nella qualità d'amministratore esecutivo d'un c.d. "*Angel Investor*" (soggetto che apporta capitali in una *start-up* in cambio di capitale di rischio della stessa, diventandone socio), avverte della circostanza per la quale le condizioni con maggiore frequenza poste dagli investitori per la nomina del *Board-Observer* attengono all'attribuzione del diritto d'assistere ai consigli d'amministrazione, piuttosto che al riconoscimento anche di quello di potervi pure intervenire.

<sup>45</sup> Cfr. *Board Observer Agreement* Griffin Capital Asset Reit, Inc./S.J. Lamontagne, cit., P.to 1, lett. a), [*"The Company (Griffin Capital Asset Reit, Inc.) agrees that it will invite Observer (S.J. Lamontagne) to attend, in a non-voting observer capacity, all meetings of the Board and any and all Committees"*]; *Board Observer Agreement* International Game Technology, PLC/De Agostini, s.p.a., cit., P.to 1.1., [*"The Company (International Game Technology, n.d.a.) grants to the Shareholder (De Agostini, n.d.a.) the option and right to appoint a representative reasonably acceptable to the Company (the "Observer") to attend Board meetings of the Board in a non-voting,*

tutte, o soltanto ad alcune delle adunanze dell'organo amministrativo, o di suoi comitati interni.

A tale diritto, poi, generalmente s'accompagna, altresì, il potere d'essere autorizzato a prendere visione, ovvero ricevere copia del materiale documentale reso disponibile agli amministratori in occasione dei consessi consiliari <sup>46</sup>.

I diritti conferiti al *Board Observer* possono essere ampliati fino a comprendere ogni convocazione dell'organo d'amministrazione, o di suoi

---

*observer capacity*"]; *Board Observer Agreement* NN, Inc. e NHTV Nevada Holdings, LP, cit., P.to 1, lett. a), ("NHTV shall have the right to designate (...) an Observer to attend all meetings (...) of the Board and all Committees during the Observation Period in a non-voting, observer capacity").

J. LEVY, *The Board Seat*, cit., manifesta l'avviso che per un fondo di *Venture Capital* possa essere più conveniente acquisire la titolarità del diritto di nominare un *Board Observer*, piuttosto che procurarsi quello di designare uno degli amministratori, atteso che non sempre le decisioni dell'organo amministrativo sono la risultante d'un formale procedimento di votazione. Conseguentemente, non si rivelerebbe pregiudizievole per il *Board Observer* il fatto d'essere ammesso ad assistere alle adunanze dell'organo d'amministrazione senza diritto di voto, considerata, comunque, la capacità che potrebbe ugualmente avere d'incidere su tali decisioni, laddove gli venisse concessa anche la possibilità d'intervenirvi.

V., conforme, M. SUSTER, *Rethinking Board Observers-The Role of the "Silent Observer"*, 17 Agosto 2012, disponibile all'indirizzo <https://bothsidesofthetable.com/rethinking-board-observers-the-role-of-the-silent-observer-eee4ccecac7d>

In merito alla difficoltà a rivenire nell'ordinamento nazionale una corrispondenza biunivoca di natura imperativa tra diritto d'intervento e diritto di voto in assemblea, v. L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 22; M. LIBERTINI, A. MIRONE, P.M. SANFILIPPO, *L'assemblea di società per azioni*, Artt. 2363-279-ter, Giuffrè, Milano, 2016, 185 ss; M. STELLA RICHTER JR., sub art. 2370 c.c., in *La società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 904; N. ABRIANI, sub art. 245, in *La legge Draghi e le società quotate in borsa*, diretto G. Cottino, UTET, Torino, 1999, 248.

<sup>46</sup> V. art. 28.1, lett. c), Statuto MUNDYS s.p.a., reperibile all'indirizzo [https://www.mundys.com/sites/default/files/documents/Statuto%20Allegato%20\\_%20Verbale%20Assemblea%20Straordinaria%2011%20maggio%202023.pdf](https://www.mundys.com/sites/default/files/documents/Statuto%20Allegato%20_%20Verbale%20Assemblea%20Straordinaria%2011%20maggio%202023.pdf); art. 18.4, Statuto XENIA s.p.a., reperibile all'indirizzo <https://www.xeniahs.com/tld/www.xeniahs.com/files/statutoxeniaspasb2023.pdf>

comitati interni<sup>47</sup>, ovvero essere confinato esclusivamente ad alcune convocazioni, o soltanto a determinate fasi delle stesse <sup>48</sup>.

Il modello convenzionale di *Board Observer* potrebbe fornire una prima risposta al bisogno - da tempo discusso nella pratica delle società di capitali italiane di grandi dimensioni <sup>49</sup> - della ricerca di nuovi spazi alle

---

<sup>47</sup> V. A. CLEEK, *Board Observer Rights*, cit., la quale mette in evidenza che non è reperibile alcuna disposizione in nessun sistema normativo - neanche di *common law* - , che riconosca a qualsivoglia investitore la titolarità del diritto di nominare un soggetto, che assista alle adunanze dell'organo amministrativo, senza appartenervi, ma, ciò nondimeno, dotato - in determinate evenienze - pure del potere: i) d'intervenirvi; ii) di ricevere il medesimo materiale documentale fornito agli amministratori; iii) d'ispezionare i libri sociali; iv) di prendere visione dei verbali dell'organo amministrativo; v) d'intervenire alle riunioni dei comitati esecutivi.

<sup>48</sup> V. J.M. ZEBERKIEWICZ, *Considerations in Drafting Board Observer Arrangements*, in *Business Law Today*, Aprile 2014, disponibile all'indirizzo <https://www.americanbar.org/groups/business-law/resources/business-law-today/2014-april/considerations-in-drafting-board-observer-arrangements/> il quale ascrive direttamente alla sensibilità personale del *Board Observer* la capacità di comprendere quando sia da considerare appropriato rinunciare volontariamente alla facoltà di ricevere la documentazione resa disponibile agli amministratori, ovvero al diritto d'intervenire alle adunanze dell'organo d'amministrazione, ovvero anche soltanto a fasi delle stesse, laddove ciò possa dimostrarsi funzionale ad evitare che possano insorgere complicazioni, nei casi in cui l'investitore, dal quale l'Osservatore ritrae la propria nomina, stia prendendo in esame l'idea d'acquisire la società, ovvero alcune delle sue articolazioni, ovvero ancora quella di ricapitalizzarla.

V., altresì, A. CLEEK, *Board Observer Rights*, la quale, demanda alla libera discrezionalità del *Board Observer* anche la valutazione circa l'eventualità che la sua presenza a determinate riunioni dell'organo amministrativo possa cagionare l'insorgenza d'ipotesi di conflitto d'interessi, in rapporto alle materie poste all'ordine del giorno di tali riunioni.

V., infine, lo schema di regolamentazione predisposto dalla Swiss Private Equity & Corporate Finance Association - SECA - , reperibile all'indirizzo [https://www.seca.ch/media/wf5nn0iw/d-seca-board-regulations\\_light\\_with-annotations.pdf](https://www.seca.ch/media/wf5nn0iw/d-seca-board-regulations_light_with-annotations.pdf), ove all'art. 3.10, s'allude alla possibilità che l'esclusione dell'Osservatore dalla partecipazione a determinate fasi delle sedute dell'organo d'amministrazione possa essere imposta dall'esigenza di rispettare precise disposizioni di legge.

M. BIANCA, *Il Board Observer*, cit., considera opportuno che la presenza del *Board Observer* sia circoscritta, preferibilmente, alle sole assisi consiliari, in cui debbano essere esaminati argomenti, aventi diretta attinenza con i motivi, che potrebbero averne ispirato la nomina.

<sup>49</sup> Potrebbe costituire evidente indice dell'esigenza avvertita dalle maggiori società azionarie italiane d'articolare in guisa non immancabilmente convenzionale il proprio sistema d'amministrazione, l'opzione esercitata da MUNDYS s.p.a. - società con capitale sociale interamente versato pari ad € 825.783.990,00 - di contemplare nello Statuto sociale non solo la possibilità di nominare il *Board Observer*, ma addirittura quella, d'accordare tale possibilità a ben due delle tre categorie di soci, nelle quali si dimostra suddiviso il capitale sociale ("Azionisti A" ed "Azionisti B"), e per un numero di due Osservatori ciascuna, oltre ad un supplente per ambedue, per potere sostituire il *Board Observer* impossibilitato a partecipare alle adunanze dell'organo d'amministrazione, cui sia ammesso ad intervenire,

istanze correlate a composizioni consiliari eterogenee, che già la Riforma del Diritto societario ha - sotto diversi profili - valorizzato, anche disarticolando la struttura finanziaria dell'impresa azionaria <sup>50</sup>.

Necessita, pertanto, accertare sino a quale punto la trasposizione nel sistema normativo interno del modello convenzionale di *Board Observer* possa essere compatibile sia con gli ambiti di libertà concessi all'autonomia contrattuale, sia, di converso, con i tratti d'imperatività del modello legale di svolgimento delle adunanze delle riunioni dell'organo amministrativo <sup>51</sup>.

##### 5. Lo svolgimento delle adunanze dell'organo d'amministrazione.

La caratteristica fondante della figura del *Board Observer* consiste nel disporre del diritto ad essere ammesso ad assistere - senza potestà di voto - alle sedute dell'organo d'amministrazione - evidentemente, come prima anticipato, pluripersonale - d'una società di capitali - tipicamente, come pure prima anticipato, azionaria. Tale diritto, per potere essere concretamente esercitato, presuppone che il *Board Observer* venga ritualmente avvisato delle convocazioni dell'organo amministrativo <sup>52</sup>. Quest'ultime costituiscono il mezzo tramite il quale gli aventi diritto ad intervenire vengono informati dello svolgimento dell'adunanza consiliare, e, dunque, posti in grado di prendervi parte <sup>53</sup>.

---

con ciò concorrendo ad assegnare alla presenza dell'Osservatore nella struttura corporativa della società il carattere proprio d'un requisito organizzativo.

<sup>50</sup> Nel testo s'è parafrasato un periodo di P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società - Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, II, UTET, Torino, 2006, 441 ss., riferito, al contrario, alla figura del presidente del consiglio d'amministrazione.

<sup>51</sup> Tra coloro che, per primi, hanno indagato la questione, v. E. RIMINI, *Il prestito mezzanino tra clausole di subordinazione, equity kickers e restrictive covenants*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 1065 ss.

<sup>52</sup> Ad avviso di F. VASSALLI, sub art. 2381 c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Piccin, Padova, 2011, 26, per un adeguato ed efficace svolgimento delle riunioni consiliari, sarebbe sufficiente che sia quantomeno assicurata una convocazione del consiglio tempestiva (salva l'eventualità, alla quale in appresso s'accennerà, dell'adunanza totalitaria, n.d.a.), integrando essa un obbligo di legge, la cui violazione è suscettibile di rendere invalida la delibera secondo la disciplina dell'art. 2388 c.c.

V. Statuto XENIA s.p.a., cit., che, all'art. 18.4, dispone che al *Board Observer* è attribuito il diritto d'essere invitato alle sedute dell'organo amministrativo mediante il medesimo avviso di convocazione spedito agli amministratori.

<sup>53</sup> La possibilità d'intervenire alle adunanze dell'organo d'amministrazione - di norma - presuppone l'essere convocati a parteciparvi, prova ne sia la circostanza che la speciale fattispecie di decadenza prevista all'art. 2405, II comma, c.c., per i componenti il collegio sindacale in ipotesi d'inadempimento al distintivo dovere d'assistere a due adunanze consecutive del consiglio di amministrazione, o del comitato esecutivo, può giustificarsi

La convocazione dell'organo d'amministrazione non è sottoposta a formalità particolari <sup>54</sup>, purché raggiunga lo scopo pratico cui è preordinata, che si sostanzia nel fare in modo che tutti gli interessati vengano a conoscenza della riunione <sup>55</sup>. L'onere di convocare l'organo amministrativo, fissarne l'ordine del giorno, coordinarne i lavori, nonché provvedere affinché adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno vengano fornite a tutti i consiglieri, compete, a norma dell'art. 2381, I comma, c.c. - salva diversa previsione dello statuto - all'organo di

---

esclusivamente a condizione che il sindaco sia stato ritualmente informato dello svolgimento della riunione.

P. MAGNANI, sub art. 2405 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Giuffrè, Milano, 2005, 237, stabilisce un rapporto biunivoco tra il dovere per i componenti l'organo di controllo d'assistere alle sedute dell'organo amministrativo, ed il bisogno ch'essi ne vengano informati.

S. AMBROSINI, *Collegio sindacale: doveri, poteri e responsabilità*, in *Le società per azioni. Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 767; ID., *I poteri del collegio sindacale*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, 2007, 31, indirettamente afferma che i componenti l'organo di controllo andrebbero avvertiti delle adunanze degli altri organi sociali, al fine di permettere loro di prendervi parte. Altrettanto conferma M. LIBERTINI, sub art. 2405 c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, 1, Piccin, Padova, 2011, 255, là dove nota che la mancata partecipazione dei sindaci alla riunione consiliare non sarebbe causa d'annullamento della conseguente delibera, dal momento che ciò che conterebbe sarebbe solamente che i sindaci siano stati regolarmente convocati.

Contra, G.U. TEDESCHI, *Il collegio sindacale*, in *Il Codice. Civile Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 1992, 288, a giudizio del quale, i componenti l'organo di controllo che non siano potuti intervenire alle adunanze dell'organo d'amministrazione per fatto e colpa di quest'ultimo, possono dolersi dell'impedimento opposto all'esercizio delle loro funzioni, ma non possono, da tale fatto, far derivare ulteriori conseguenze, non integrando la loro partecipazione a tali sedute una componente essenziale della manifestazione di volontà dell'organo amministrativo.

<sup>54</sup> V. M. FRANZONI, sub art. 2381, *Della società per azioni*, III, 1, in *Commentario del Codice Civile Scialoja-Branca*, a cura di F. Galgano, Zanichelli, Bologna, 2008, 73, il quale, a conforto dell'impostazione che vorrebbe la convocazione dell'organo d'amministrazione libera nella forma, ritiene non vi sarebbe d'ostacolo neppure l'elencazione degli argomenti da trattare in occasione dell'adunanza, perché sarebbe a ciò sufficiente, da un lato, un esteso ordine del giorno, giacché il fine della collegialità, diretto a garantire la formazione d'una decisione per mezzo d'una ponderata discussione, sarebbe ugualmente realizzato; dall'altro, un ordine del giorno diramato in una data più prossima a quella della riunione in precedenza convocata, allo scopo di rendere maggiormente attuali le materie oggetto di successiva discussione.

<sup>55</sup> V. P. MAGNANI, sub art. 2405 c.c., cit., 237; M. VENTORUZZO, sub art. 2388 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Giuffrè, Milano, 2007, 307; P.M. SANFILIPPO, *il Presidente del CdA ed il Lead Independent Director*, in *Aspetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, diretto da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 395.

presidenza <sup>56</sup>. La diversa previsione fatta salva dallo statuto si riferisce soltanto al soggetto che deve adempiere ai compiti che connotano l'ufficio di presidenza <sup>57</sup>, ma non attiene al contenuto minimo di tali compiti <sup>58</sup>, che appartengono in via originaria all'organo di presidenza, ovvero, al diverso soggetto identificato dallo statuto per provvedervi. La diversa previsione statutaria, in altri termini, può disporre che la convocazione dell'organo d'amministrazione; la fissazione dell'ordine del giorno; il coordinamento dei lavori; la circolazione delle informazioni possano costituire compiti addossati ad un consigliere differente dal presidente <sup>59</sup>, ma è certo che da

---

<sup>56</sup> V. F. BONELLI, *Presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.: poteri e responsabilità*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 215 ss.; M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni. Tra disciplina di settore e autodisciplina*, Milano, 2021, 18; L. VERNERO, *I poteri informativi del presidente del consiglio di amministrazione e dei singoli amministratori non esecutivi*, in *NDS*, 2022, 621 ss.

V. CALANDRA BUONAURA, *Il consiglio di amministrazione*, in *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di Diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, Giappichelli, Torino, 2019, IV, 4.VI, 160 ss. ammette che il procedimento consiliare possa essere attivato anche su iniziativa individuale dei singoli consiglieri, pur in difetto d'esplicita previsione statutaria. In termini sostanzialmente analoghi, P. M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione*, cit., 454 ss. *Contra*, Trib. Verona, 15 febbraio 2005, in *Giur. mer.*, 2005, 2653 ss.

<sup>57</sup> V., giusto per prendere in considerazione un solo statuto, cui più volte si fa riferimento nel testo, art. 29.1, Statuto MUNDYS s.p.a., cit., là dove si dispone che "Le riunioni del Consiglio di Amministrazione sono convocate dal Presidente o da almeno 2 (due) amministratori congiuntamente".

<sup>58</sup> V. A. DE NICOLA, sub art. 2381 c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Giuffrè, Milano, 2008, 112, ove ampi richiami di dottrina e giurisprudenza.

<sup>59</sup> V., ancorché con diffusa articolazione, P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione*, cit., 455; ID., *Il Presidente del CdA*, cit., 395, nt. 35, e 401, il quale dopo avere distinto, in ordine alla convocazione dell'organo d'amministrazione, tra "l'atto d'iniziativa" (cioè, la proposta di convocazione) e "l'atto strumentale" (ossia, l'inserimento della proposta tra le questioni da portare alla conoscenza dell'organo d'amministrazione) - che ammette possano essere assegnate ambedue soltanto ad un solo soggetto - il presidente - come essere ripartiti tra più soggetti - uno o più consiglieri ed il presidente - pare, comunque, subordinare l'ipotesi che la titolarità dei due atti ("d'iniziativa" e "strumentale") possa essere meritevolmente conferita dagli statuti individualmente a ciascun consigliere, alla condizione che venga opportunamente osservato il principio d'adeguatezza organizzativa, ch'esige d'approntare flussi informativi pre-consiliari, che mal tollererebbero una gestione diffusa degli stessi da parte di ciascun consigliere, anziché accentrata in capo al presidente, ovvero altro consigliere indicato dallo statuto, a meno che si tratti d'organi amministrativi composti da pochi membri, peraltro tutti aventi funzioni esecutive.

*Contra* P. CUOMO, *Il presidente del consiglio di amministrazione di s.p.a.*, in *Riv. dir. soc.*, 2012, 580 e nt. 51.

Apparentemente contrario anche M. FRANZONI, sub art. 2381, cit., 72, che, là dove fa riferimento ad un compito esclusivo del presidente all'adempimento delle attività menzionate nell'art. 2381, I comma, c.c., verosimilmente riflette sui poteri organizzativi del

tale contenuto minimo di poteri-doveri non si possa in alcun modo prescindere <sup>60</sup>, e che, laddove non vi sia una diversa previsione statutaria, spetta al presidente doverli eseguire <sup>61</sup>, pena il rischio di rendere invalida la delibera eventualmente presa dall'organo amministrativo <sup>62</sup>.

Nel silenzio dello statuto <sup>63</sup>, deve reputarsi gravi sul presidente dell'organo d'amministrazione - al più, con l'ausilio del segretario, ove

---

presidente nel caso di mancato esercizio da parte della società dell'opzione statutaria offerta dal periodo iniziale della medesima norma ("Salvo diversa previsione dello statuto").

<sup>60</sup> Cfr. F. VASSALLI, sub art. 2381 c.c., cit., 25.

<sup>61</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione: vicende del rapporto, poteri, deleghe e invalidità delle deliberazioni*, in *Le società per azioni. Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, Padova, 2010, 617, fanno riferimento ad una "duplice funzione" del presidente: i) la prima, d'impulso, di organizzazione e di coordinamento; ii) la seconda, di "garanzia" in senso atecnico dell'informazione.

A tale ultimo riguardo, F. RIGANTI, *Consiglio d'amministrazione, presidente e organi delegati*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, 2, UTET, Milano, 2022, 1526 ss., mette in rilievo che il ruolo di "garanzia" del flusso di notizie intraorganiche - "chiave di volta" del corretto assolvimento del dovere d'agire in modo informato gravante a carico di tutti i componenti l'organo d'amministrazione - sarebbe messo in risalto anche dal Codice di *Corporate Governance*, approvato dal Comitato per la Corporate Governance il 31 gennaio 2020, reperibile all'indirizzo <https://www.borsaitaliana.it/comitato-corporate-governance/codice/2020>, che, oltre ad occupare portata centrale nella realtà operativa delle società quotate, conterrebbe diversi spunti estensibili pure alle società non quotate.

<sup>62</sup> Cfr. F. VASSALLI, sub art. 2381 c.c., cit., 25 ss.

P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione*, cit., 470 ss., sembra mantenere fermo il convincimento che l'organo amministrativo non possa validamente deliberare ove non vengano rispettate le formalità previste dall'art. 2381, I comma, c.c. (convocazione; fissazione delle materie all'ordine del giorno; procedimento d'informazione pre-consiliare), a conclusione d'un articolato ragionamento, che non dimentica di passare in rassegna pure le teorie a favore e contro la possibilità d'ammettere l'applicazione analogica dell'istituto dell'assemblea totalitaria anche alla materia consiliare.

V., altresì, V. PINTO, sub art. 2388 c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, II, 2, Piccin, Padova, 2011, 85, nt. 5, che si mostra consapevole della circostanza per la quale, da un lato, la configurazione legislativa delle regole sul procedimento consiliare introdotte dall'art. 2381 c.c. rappresenterebbero, anzitutto, fonte di doveri per il presidente dell'organo d'amministrazione; dall'altro, che la scelta operata dal legislatore d'omettere l'inserimento delle regole sul procedimento consiliare tra le prescrizioni disposizioni dedicate alla validità delle deliberazioni dell'organo amministrativo recate dall'art. 2388 c.c., potrebbero ispirare il dubbio ch'esse, qualora non recepite nello statuto, potrebbero considerarsi unicamente regole di responsabilità per il soggetto garante della regolarità del procedimento, e non anche regole di validità della deliberazione assunta.

<sup>63</sup> La regolamentazione di dettaglio dell'iter procedimentale richiesto per le deliberazioni dell'organo d'amministrazione è dal Codice Civile, in larga parte, delegata all'autonomia statutaria, fermo restando che sovente è lo stesso organo gestorio ad auto-organizzarsi - specie nelle società quotate sui mercati regolamentati, che adottano il Codice di *Corporate Governance* - , tramite la predisposizione di regolamenti interni di funzionamento.

nominato <sup>64</sup> - anche la responsabilità di diramare l'avviso di convocazione <sup>65</sup> agli amministratori, ai sindaci, ed, in caso di sistema dualistico, ai consiglieri di sorveglianza.

La legge tace a proposito delle modalità di convocazione dei comitati esecutivi <sup>66</sup>, fermo restando che quelli istituiti sulla base di disposizioni auto-disciplinari godono normalmente di ampie aree per l'auto-organizzazione procedimentale <sup>67</sup>.

#### 6. Il diritto d'essere convocato alle adunanze dell'organo d'amministrazione.

Il legislatore ha - come appena messo in evidenza - disciplinato solo in minima parte il procedimento deliberativo consiliare <sup>68</sup>, permanendo estesi spazi di libertà per adeguare il modello legale alla variegata tipologia della realtà azionaria <sup>69</sup>.

Tali spazi possono essere adoperati per introdurre in via convenzionale il diritto per il *Board Observer* d'essere convocato alle sedute dell'organo amministrativo, ovvero di suoi comitati interni <sup>70</sup>, a condizione che superino l'imprescindibile giudizio di meritevolezza, da condurre

---

<sup>64</sup> Sia permesso rimandare in proposito ad A. CATANIA, *Il segretario dell'organo d'amministrazione*, in *RDS*, 2022, 873 ss.

<sup>65</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione*, cit., 641, osservano che il legislatore non specifica le modalità di convocazione dell'organo amministrativo, limitandosi a prescrivere ch'essa compete al presidente, a norma dell'art. 2381, I comma, c.c.

D. CATERINO, *Deliberazioni del consiglio di amministrazione*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, 2, UTET, Milano, 2022, 1639, ascrive al presidente del consiglio di amministrazione - sia pure con previsioni, sulla scorta dell'art. 2381, I comma, c.c., statutariamente derogabili - la titolarità delle attività d'impulso dei lavori consiliari.

<sup>66</sup> Verosimilmente dovrebbero applicarsi le medesime regole prescritte per i procedimenti deliberativi dell'organo di amministrazione in composizione completa. Argg. ex A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità delle delibere consiliari*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, 2006, 515 ss.

<sup>67</sup> V. D. CATERINO, *Deliberazioni*, cit., 1641.

<sup>68</sup> A parere di M. VENTORUZZO, sub art. 2388 c.c., cit., 303, il legislatore avrebbe compiuto una scelta minimalista, ispirata dall'esigenza di salvaguardare l'interesse all'agilità decisionale.

<sup>69</sup> Cfr. V. PINTO, sub art. 2388 c.c., cit., 85.

<sup>70</sup> Argg. ex M. VENTORUZZO, sub art. 2388 c.c., cit., 323, il quale, muovendo dalla premessa che gran parte delle disposizioni codicistiche destinate all'organo amministrativo, tra cui quelle relative alla sua convocazione, potrebbero essere derogate, o integrate dallo statuto, ovvero ancora - a determinate condizioni - da regolamenti di funzionamento approvati dall'organo d'amministrazione sulla scorta d'esplicita previsione statutaria - così supplendo alla mancanza di precisi precetti in materia - richiama l'attenzione sul fatto che la ricorrenza d'un eventuale vizio della delibera consiliare, a norma dell'art. 2388 c.c., andrebbe valutato anche rispetto a tali prescrizioni convenzionali.

conformemente ai canoni fissati dall'art. 1322 c.c. - in relazione alla concreta organizzazione sociale <sup>71</sup>. Gli stessi spazi di libertà potrebbero essere impiegati per adeguare il modello legale di svolgimento delle adunanze dell'organo d'amministrazione alla variegata tipologia della realtà contrattuale, salvo, ancora una volta, il positivo superamento del medesimo inderogabile scrutinio di meritevolezza d'ogni singola pattuizione contrattuale.

Legittimare il diritto *Board Observer* ad essere convocato alle riunioni dell'organo amministrativo, comporta conseguentemente, in primo luogo, considerare dilatato il dovere per il presidente, od altro soggetto individuato dallo statuto, di coordinare i lavori dell'organo d'amministrazione anche alla verifica della maniera di partecipazione ad essi da parte del *Board Observer*.

Lo svolgimento dei lavori dell'organo amministrativo - come già ricordato - è preceduto, ordinariamente, da una procedimentalizzata fase d'iniziativa, che s'articola - di regola - nei tre successivi momenti della: i) convocazione della seduta; ii) fissazione delle materie all'ordine del giorno; iii) procedimento d'informazione pre-consiliare. La rigida sequenza di tali momenti organizzativi potrebbe, ciò nonostante, in determinate evenienze, fare difetto. Ciò, specificatamente, potrebbe avvenire per l'intera successione degli stadi, che compongono la fase d'iniziativa dell'adunanza dell'organo d'amministrazione, ogniquale volta quest'ultimo dovesse riunirsi spontaneamente in forma totalitaria <sup>72</sup>.

Un mirato ricorso da parte dell'organo amministrativo a tenere le proprie riunioni in forma totalitaria potrebbe rivelarsi lesivo dei diritti attribuiti al soggetto titolare del diritto alla nomina del *Board Observer*, atteso che, di fatto, renderebbe maggiormente gravosa, se non addirittura

---

<sup>71</sup> Ci s'intende avvalere della medesima impostazione proposta con altri intendimenti da P.M. SANFILIPPO, *Il presidente del consiglio di amministrazione*, cit., 452 ss., e seguita da V. PINTO, sub art. 2388 c.c., cit., 86, secondo la quale la validità delle previsioni statutarie concernenti la funzione amministrativa non andrebbe valutata aprioristicamente, bensì in rapporto all'effettivo impatto delle stesse sugli interessi tutelati dall'ordinamento giuridico in relazione alla concreta organizzazione della singola società per azioni.

<sup>72</sup> V. M. VENTORUZZO, sub art. 2388 c.c., cit., 305, il quale apre ad un'applicazione analogica dell'istituto dell'assemblea totalitaria anche con riferimento allo svolgimento dell'adunanza dell'organo amministrativo.

V., dunque, art. 18.4, Statuto XENIA s.p.a., cit., che, nell'evenienza in cui la riunione del consiglio di amministrazione si tenga in forma totalitaria, impegna gli amministratori a fare tutto quanto possibile affinché il *Board Observer* possa presenziare (eventualmente da remoto) alla riunione ed, in ogni caso, sia esattamente tenuto allineato sugli esiti.

irrealizzabile, la possibilità per quest'ultimo d'assistervi. Tale risultato, peraltro, qualora sistematicamente rincorso - con la celata intenzione di precludere al *Board Observer* d'assistere alle sedute dell'organo d'amministrazione, nelle quali debbano essere trattati argomenti, che si vogliano mantenere assolutamente confidenziali - , potrebbe finire con l'espone gli amministratori a forme di responsabilità contrattuali per inosservanza di doveri pattiziamente loro imputabili<sup>73</sup>. Onde, dunque, fare correttamente in modo che il *Board Observer* non si trovi ad assistere ad adunanze dell'organo d'amministrazione in cui debbano essere trattate materie, che gli amministratori abbiano valida ragione di volere mantenere riservate<sup>74</sup>, ed allo scopo, inoltre, di scongiurare che possano insorgere in capo all'organo amministrativo ipotesi di responsabilità contrattuale, per avere impedito al *Board Observer* d'assistere a tali adunanze, è preferibile elencare, nelle pattuizioni con le quali se ne abilita la nomina, una serie di temi, che possano legittimamente esentare quest'ultimo dal ritrovarsi tra i destinatari dell'avviso di convocazione<sup>75</sup>.

Ritenere idoneo il *Board Observer* ad essere convocato alle riunioni dell'organo d'amministrazione, conduce a stimare che il dovere per il presidente, ovvero altro soggetto identificato dallo statuto, di provvedere affinché vengano fornite adeguate informazioni sulle materie iscritte all'ordine del giorno s'espanda anche verso l'Osservatore - salvo non v'ostino comprovate esigenze connesse alla tutela d'informazioni

---

<sup>73</sup> E. KANTZ, *Considerations*, cit., evidenzia come, riguardato dalla parte dell'organo d'amministrazione della società, in cui il *Board Observer* viene nominato, il rispetto dei poteri conferiti all'Osservatore diviene un requisito obbligatorio per gli amministratori.

<sup>74</sup> V. le Linee Guida elaborate da *The Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York*, titolate *The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions*, reperibili all'indirizzo <https://www.nycbar.org/pdf/report/uploads/20071830-TheEnforceabilityandEffectivenessofTypicalShareholderAgreementProvisionsforweb.pdf>, 1165, le quali mettono in guardia gli operatori dal rischio che l'intervento del *Board Observer* ad alcune adunanze dell'organo d'amministrazione, ricorrendo determinate condizioni, potrebbe pure tradursi in un automatico pregiudizio per la società, laddove quest'ultima si sia contrattualmente obbligata a mantenere strettamente confidenziali determinate informazioni riservate.

<sup>75</sup> V. SWISS PRIVATE EQUITY & CORPORATE FINANCE ASSOCIATION - SECA -, *Board regulations*, cit., che, all'art. 3.10, attribuiscono direttamente alla maggioranza dei componenti l'organo amministrativo il potere d'escludere, di volta in volta, sulla base di motivate ragioni, il *Board Observer* dalla partecipazione a talune proprie adunanze.

confidenziali <sup>76</sup> - per concedergli di potere efficacemente praticare le proprie funzioni <sup>77</sup>, dal momento che al *Board Observer* - al pari degli amministratori non esecutivi <sup>78</sup> - non può considerarsi consentito intrattenere un dialogo diretto con le strutture aziendali di riferimento.

Una confacente conoscenza dei fatti aziendali da parte del *Board Observer* presuppone, quindi, una correlazione tra il tempo della fissazione delle materie all'ordine del giorno, e quello della somministrazione, con congruo anticipo <sup>79</sup>, di adeguate informazioni sugli stessi argomenti da parte del presidente, ovvero altro soggetto individuato dallo statuto <sup>80</sup>. Pare, perciò, naturale che, in caso di mancato rispetto da parte di quest'ultimi di tali doveri informativi, insorga a loro carico, una specifica responsabilità ascrivibile all'ambito contrattuale, per non avere impartito - in violazione

---

<sup>76</sup> Costituisce patrimonio immateriale dell'impresa, l'insieme dei dati inerenti l'organizzazione, ed i sistemi di produzione, in condizione d'espone l'impresa stessa, nell'eventualità di loro illegittima rivelazione, ad un rischio, anche esclusivamente potenziale.

V. Cass., 20 marzo 1991, n. 3011, in *Foro it.*, 1993, I, 3154.

L'esperienza applicativa statunitense dà prova che il contratto, che regola la nomina del *Board Observer*, può stabilire che gli sia negata la possibilità di prendere visione, ovvero ricevere copia - anche solamente per una parte - del medesimo corredo informativo fornito agli amministratori, tutte le volte che l'organo d'amministrazione giunga in buona fede alla conclusione che si renda imprescindibile applicare tale limitazione, onde preservare le speciali proprietà riguardanti il rapporto intercorrente tra la società, o proprie controllate, ed i legali di loro fiducia, ovvero al fine d'evitare il verificarsi di fattispecie di conflitto d'interessi tra la società, proprie controllate ed il *Board Observer*.

Cfr. *Board Observer Agreement* Griffin Capital Asset Reit, Inc./S.J. Lamontagne, cit., P.to 1, lett. c); *Board Observer Agreement* International Game Technology, PLC/De Agostini, s.p.a., cit., P.to. 1.3; *Board Observer Agreement* NN, Inc. e NHTV Nevada Holdings, LP, cit., P.to 1, lett. c).

<sup>77</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione*, cit., 617, collegano il dovere degli amministratori di agire in modo informato al parametro dell'adeguatezza dell'informazione fornita dal presidente dell'organo amministrativo.

<sup>78</sup> V. M. FRANZONI, sub *art. 2381*, cit., 75.

<sup>79</sup> P.M. SANFILIPPO, *il Presidente del CdA*, cit., 404, nt. 63, è favorevole ad ammettere una deroga all'ordinario procedimento d'informazione pre-consiliare ogniqualvolta ricorrano seri motivi di riservatezza, che inducano il presidente, ovvero altro soggetto identificato dallo statuto a non provalare informazioni - segnatamente documentali - al di fuori della seduta consiliare.

<sup>80</sup> Argg. ex P.M. SANFILIPPO, *il Presidente del CdA*, cit., 403, il quale successivamente a pag. 404, nt. 61, ha modo di rimarcare come la propensione mostrata verso un ordine del giorno rigido sarebbe giustificata dalla necessità d'assicurare una qualità dell'informazione (riferita, come ovvio, dall'Autore ai consiglieri, ma - credo - ora riferibile anche al *Board Observer*), che non potrebbe essere raggiunta seduta stante, ove ai consiglieri (e, quindi, secondo chi scrive, pure al *Board Observer*) potrebbe essere non sempre agevole percepire l'urgenza d'eventuali approfondimenti in merito a quanto abbia già formato oggetto dell'informativa pre-consiliare.

delle consuete regole di buona fede e correttezza - ai responsabili delle varie funzioni aziendali le necessarie disposizioni, per la selezione dei dati, di volta in volta, rilevanti <sup>81</sup>, per porre il *Board Observer* in condizione di recepire le informazioni funzionali a svolgere appropriatamente il proprio ruolo.

I poteri organizzativi normativamente attribuiti al presidente dell'organo d'amministrazione, in funzione della corretta istruzione delle relative adunanze, sono comunemente considerati, altresì, la chiave di volta per assicurare un regolare flusso di notizie fra società ed azionisti. Le prerogative conoscitive pattizamente riconosciute al *Board Observer*, in relazione ad una consapevole partecipazione alle medesime adunanze, richiedono l'instaurazione d'appropriati canali informativi, che possano parimenti operare in veste di raccordo tra gli investitori e l'organo d'amministrazione <sup>82</sup>.

#### 7. Il diritto d'assistere alle adunanze dell'organo d'amministrazione.

La legge non pone espressi divieti alla partecipazione d'un soggetto estraneo - distinto da sindaci e consiglieri di sorveglianza <sup>83</sup> - alle sedute

---

<sup>81</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione*, cit., 617, concepiscono il dovere per il presidente di far sì che l'informazione venga messa a disposizione dei consiglieri come obbligazione di mezzi, non di risultato, ed, inoltre, "indiretta", cioè non "di fare", ma di "far fare".

<sup>82</sup> Argg. ex P.M. SANFILIPPO, *il Presidente del CdA*, cit., 405.

Il Codice di *Corporate Governance*, all'art. 1, Racc. 3, ("Il presidente assicura che l'organo di amministrazione sia in ogni caso informato, entro la prima riunione utile, sullo sviluppo e sui contenuti significativi del dialogo intervenuto con tutti gli azionisti") considera il presidente dell'organo d'amministrazione la chiave di volta, per garantire un regolare flusso di notizie fra società ed azionisti.

Cfr. F. RIGANTI, *Consiglio d'amministrazione*, cit., 1528, nt. 85.

Cfr, altresì, L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 26, la quale s'esprime all'interno, invero, d'un assai più esteso ragionamento secondo il quale la creazione di strumenti di raccordo del *board* con azionisti strategici o *stakeholders* rilevanti, anche attraverso il *Board Observer*, integrerebbe la traduzione in chiave organizzativa degli obiettivi di successo sostenibile e di buona *governance* declinati, tra l'altro, pure dalla normativa europea, specificamente direttiva (UE) 2017/828 e direttiva (UE) 2024/1760, modificata dalla direttiva (UE) 2025/794

<sup>83</sup> A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità*, cit., 536, richiama l'attenzione su come amministratori e sindaci abbiano il "diritto-dovere" d'assistere alle adunanze dell'organo amministrativo. Da ciò discenderebbe la circostanza che il potere d'impugnazione delle corrispondenti deliberazioni non conformi alla legge, o allo statuto, sarebbe loro esclusivamente riconosciuto dall'art. 2388, IV comma, c.c., prima parte, in quanto soggetti che istituzionalmente partecipano, nell'esercizio dei rispettivi compiti, alle riunioni consiliari, ed alle conseguenti deliberazioni.

dell'organo d'amministrazione d'una società azionaria <sup>84</sup>; di certo, però, in maniera altrettanto esplicita, non la contempla apertamente, a differenza di quanto al contrario, effettua il Codice di *Corporate Governance*, il quale, all'art. 3, Raccomandazione n. 12, incoraggia manifestamente l'intervento dei dirigenti societari - responsabili delle funzioni aziendali competenti sulle materie poste all'ordine del giorno - alle adunanze consiliari, per fornire gli opportuni approfondimenti <sup>85</sup>.

L'aspetto, allora, da indagare è se possa giudicarsi compatibile con i tratti d'imperatività del modello legale di svolgimento delle riunioni dell'organo d'amministrazione d'una società azionaria la previsione d'una clausola - tanto di fonte statutaria, quanto di matrice contrattuale <sup>86</sup> -, con cui s'onera stabilmente, il presidente, ovvero altro soggetto identificato sulla scorta di differente previsione statutaria, a convocare a tutte, o soltanto ad alcune sedute dell'organo d'amministrazione un osservatore esterno <sup>87</sup>

---

<sup>84</sup> F. PORTOLANO, *Italian perspectives*, in *Board Observers Beware: A Discussion of Liabilities and Risks Facing Board Observers from a United States, Canadian, and Italian Law Perspective*, a cura di K.W. Richardson, S. Horn e F. Portolano, disponibile all'indirizzo <https://silo.tips/download/introduction-us-perspectives-kandace-w-richardson>, coglie, nell'esperienza applicativa italiana, la tendenza ad interpretare restrittivamente la possibilità d'ammettere la partecipazione alle adunanze degli organi d'amministrazione di società di capitali nazionali soggetti differenti da quelli contemplati per legge, a motivo dell'esigenze di riservatezza, che caratterizzano lo svolgimento di tali adunanze, temendo - conseguentemente - che, con ogni probabilità, anche la figura del *Board Observer* potrebbe finire con l'incorrere nella medesima sorte.

<sup>85</sup> Per un primo commento dell'art. 3, Raccomandazione n. 12, Codice di *Corporate Governance*, sia concesso rinviare ad A. CATANIA, *Il segretario*, cit., 63 ss., ove, più in generale, ampi riferimenti.

<sup>86</sup> A tal proposito, benché siano trascorsi oltre tre lustri dal momento in cui l'Autore ha formulato le proprie considerazioni, v. tuttora P. FIORIO, *I patti parasociali*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 73 ss., il quale rilevava essersi consolidato all'indomani dell'entrata in vigore della legge di Riforma del Diritto societario un orientamento incline a non reputare validi - quantomeno nelle società per azioni - i patti parasociali, con i quali gli amministratori ed i membri del consiglio di sorveglianza si fossero obbligati ad attuare le decisioni prese in ambito parasociale, ciò in quanto la regola dell'esclusiva competenza degli amministratori - sancita con chiarezza dall'art. 2380-bis c.c. - sarebbe stata espressione d'un principio inderogabile, che non avrebbe consentito che le decisioni pertinenti la gestione sociale potessero essere influenzate da vincoli ulteriori oltre quello del perseguimento del solo interesse sociale. Analogamente, G. LEOGRANDE, sub *artt. 2341-bis-2341-ter c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, I, CEDAM, Padova, 2005, 94, riferiva il medesimo orientamento alla giurisprudenza di legittimità formatasi anteriormente all'entrata in vigore della legge di Riforma.

<sup>87</sup> La prassi operativa straniera registra l'autorevole orientamento secondo cui il *Board Observer* potrebbe essere ammesso ad assistere alle sedute dell'organo d'amministrazione

incaricato del compito di sorvegliarne lo svolgimento nel precipuo interesse del soggetto, dal quale ritrae la propria nomina.

La motivazione di simile previsione risiederebbe unicamente nella necessità di fare spazio al fine primario avuto di mira dal soggetto titolare del diritto alla nomina del *Board Observer*, consistente nell'obiettivo d'avere diretto accesso alle informazioni aziendali essenziali, per potere controllare il rispetto da parte della società oggetto di finanziamento delle condizioni poste a fondamento del proprio investimento.

Si tratterebbe, pertanto, d'un diritto, che sarebbe pattizamente dotato d'un'efficacia parzialmente analoga a quella di cui sono normativamente muniti i diritti spettanti ai componenti l'organo di controllo, ancorché rivolta a soddisfare fini assolutamente eterogenei tra loro.

Il diritto dei componenti l'organo di controllo d'assistere alle adunanze dell'organo amministrativo, ovvero alle riunioni dei comitati esecutivi è strumentale alla necessità d'acquisire dall'interno il quadro informativo concernente le decisioni, che tali organi assumono, oltre che inerenti le motivazioni ad esse sottese, indispensabile per potere svolgere la doverosa attività di verifica dei profili estrinseci dell'amministrazione.

L'eterogeneità degli obiettivi perseguiti dagli "osservatori" stabilmente convocati su base normativa alle riunioni dell'organo d'amministrazione, ovvero alle sedute dei comitati esecutivi d'una società azionaria - ossia, sindaci e consiglieri di sorveglianza -, in confronto a quelli proposti dall'Osservatore stabilmente convocato, al contrario, su base pattizia, si ripercuote, altresì, sui connotati dei doveri traenti origine dalle due differenti fonti - legale, per gli uni; convenzionale, per gli altri -, da cui sindaci e consiglieri di sorveglianza da una parte, e *Board Observer*,

---

anche a seguito d'un invito a lui autonomamente rivolto dagli amministratori della società nella quale venga nominato.

V. BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Code of Conduct for the Observer at meetings of the Board of Directors*, reperibile all'indirizzo <https://www.bis.org/about/observercode.pdf>, là dove si fa riferimento ad una decisione - verosimilmente - assunta autonomamente da un non convenzionale organo amministrativo, cioè quello della *Bank for International Settlement*, d'autorizzare l'intervento d'uno dei Governatori d'una delle Banche Centrali componenti dell'*Economic Consultative Committee*, nella veste d'osservatore, alle proprie adunanze (pare, comunque, opportuno evidenziare, non soltanto l'aspetto, per cui, nel richiamo che precede, si fa riferimento, come detto, ad un particolare organo amministrativo, ma anche il profilo, per il quale lo speciale Statuto della BIS, all'art. 43, contempla già esplicitamente la possibilità che soggetti estranei al *Board* possano sedere in uno degli istituti *Committees*).

dall'altra, derivano il diritto d'assistere alle adunanze dell'organo d'amministrazione, ovvero alle riunioni dei comitati esecutivi di tale società.

Mentre i sindaci "devono" <sup>88</sup> assistere alle adunanze dell'organo amministrativo, ed alle riunioni del comitato esecutivo (art. 2405 c.c.), ed i consiglieri di sorveglianza "possono" assistervi (art. 2409-*terdecies*, IV comma, c.c.) [salvo che nelle società quotate ove almeno un componente il consiglio di sorveglianza "deve" parteciparvi (art. 149, IV comma *bis*, T.U.F.)] - il *Board Observer* è ammesso ad assistere alle sedute dell'organo d'amministrazione, salvo poterne essere escluso, allorquando motivi d'opportunità lo richiedano.

A fronte del dovere incombente sugli amministratori di riferire ai componenti l'organo di controllo sul generale andamento della gestione, sulla sua prevedibile evoluzione, sulle operazioni di maggior rilievo, per dimensioni o caratteristiche, realizzate dalla società e dalle sue controllate <sup>89</sup>, si colloca il diritto dei componenti l'organo di controllo di prendere visione, ovvero ricevere copia del materiale documentale messo a disposizione degli amministratori in prossimità delle adunanze consiliari. Quest'ultimo, si configura quale logico presupposto del dovere gravante sui componenti l'organo di controllo di prendere parte alle riunioni dell'organo amministrativo in maniera informata, nel senso che essi non possono limitarsi ad un semplice recepimento delle notizie rese disponibili agli amministratori, ma sono tenuti - se necessario - a porre domande, ovvero fare osservazioni su quanto emerge nel corso della seduta, ed, in ipotesi, formulare richieste funzionali all'adozione delle occorrenti cautele

---

<sup>88</sup> A. NIUTTA, *La nuova disciplina delle società controllate: aspetti normativi dell'organizzazione del gruppo di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 786, s'esprime in termini di potere dell'organo di controllo "ad esercizio doveroso".

Conformi, S. AMBROSINI, *I poteri del collegio sindacale*, cit., 31; M. AIELLO, *Il collegio sindacale: struttura e funzioni*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009. Commentario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 588; M. LIBERTINI, sub art. 2405 c.c., cit., 255, segnala l'accoglimento già nella giurisprudenza consultata oltre tre lustri orsono d'un'interpretazione restrittiva dell'art. 2405, II comma, c.c., secondo cui il dovere d'assistenza dei sindaci alle riunioni dell'organo d'amministrazione avrebbe ad oggetto solo le riunioni effettivamente tenutesi e non anche quelle regolarmente convocate, ma, poi, andate deserte.

<sup>89</sup> Cfr. S. AMBROSINI, *Collegio sindacale*, cit., 751, 766 ss., e 768, ove diffusi richiami di dottrina; ID., *I poteri del collegio sindacale*, cit., 32.

<sup>90</sup>, per concorrere ad indirizzare le opzioni gestorie sui binari dei principi di corretta amministrazione <sup>91</sup>.

Al contrario, il diritto attribuito al *Board Observer* d'aver accesso al medesimo corredo informativo messo a disposizione degli amministratori in vista delle loro adunanze si modella come fisiologico requisito dell'impegno incombente sull'Osservatore di trasferire al soggetto che lo nomina le informazioni essenziali per potere sorvegliare da vicino l'andamento del proprio investimento.

Si tratta, allora, di comprendere se l'eterogeneità degli scopi perseguiti dalle due distinte categorie di "osservatori" (sindaci e consiglieri di sorveglianza, da una parte; *Board Observer*, dall'altra) nell'assistere allo svolgimento delle riunioni dell'organo d'amministrazione d'una società azionaria, ovvero di suoi comitati esecutivi, oltre a manifestarsi nella causa dei rispettivi doveri, si rifletta anche sugli effetti delle possibili violazioni.

#### 8. *Autonomia contrattuale e norme imperative.*

La violazione del dovere d'assistere alle sedute dell'organo amministrativo da parte dei sindaci, in assenza di giustificato motivo, è sanzionata, dall'art. 2405, II comma, c.c. con la decadenza dall'incarico <sup>92</sup>; la violazione del dovere di conservare il segreto sui fatti e sui documenti dei quali i componenti l'organo di controllo hanno conoscenza a cagione del loro ufficio forma, invece, ai sensi dell'art. 2407, II comma, c.c., motivo di responsabilità verso la società.

Le conseguenze, di contro, della violazione da parte del *Board Observer* dell'impegno d'assistere alle riunioni dell'organo d'amministrazione rilevano unicamente in rapporto al vincolo negoziale intercorrente con il soggetto da cui ritrae la propria nomina; gli effetti, al

---

<sup>90</sup> V. G.A. POLICARO, *Il collegio sindacale*, in *Assetti adeguati e modelli organizzativi nella corporate governance delle società di capitali*, opera diretta da M. Irrera, Zanichelli, Bologna, 2016, 287 ss., il quale asserisce che l'attività di vigilanza sull'ottemperanza alla legge ed allo statuto può essere effettuata unicamente attraverso l'acquisizione continua d'informazioni societarie, da elaborare allo scopo, in ipotesi, d'intervenire.

<sup>91</sup> Cfr. I. DEMURO, *Il collegio sindacale*, in *Trattato delle società*, diretto da V. Donativi, 2, UTET, Milano, 2022, 2142.

<sup>92</sup> F. GALGANO - R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario. Le nuove società di capitali e cooperative*, in *Trattato di diritto commerciale e di diritto pubblico dell'economia*, diretto da F. Galgano, XXIX, T. I, 3<sup>a</sup>, CEDAM, Padova, 2006, 505, affrontano il tema connesso all'operatività della decadenza, cioè se automatica, ovvero pronunciata dall'assemblea.

contrario, della violazione da parte dell'Osservatore del dovere di riservatezza gravano anche addosso al soggetto che lo nomina <sup>93</sup>.

I precetti recati dagli artt. 2405, II comma, c.c. e 2407, II comma, c.c., integrano componenti imperative del procedimento di svolgimento delle adunanze dell'organo d'amministrazione d'una società azionaria.

Il punto, allora, diviene quello d'investigare se la presenza del *Board Observer* alle sedute dell'organo d'amministrazione resti soggetta all'osservanza delle medesime condizioni imperative imputabili ai componenti gli organi di controllo.

Al riguardo, è fuor di dubbio che non possa valutarsi imperativamente estesa al *Board Observer* la sanzione della decadenza per la mancata partecipazione, senza giustificato motivo, a due riunioni consecutive dell'organo amministrativo, per la semplice ragione che la sua presenza mira ad attuare un intento - quale quello di controllare per conto del soggetto dal quale ritrae la propria nomina l'ottemperanza alle condizioni poste a base del suo investimento <sup>94</sup> - , che non coinvolge interessi - come quello alla verifica del rispetto dei principi di corretta amministrazione - , che si riferiscono esclusivamente ai titolari della funzione di controllo. Ciò non esclude - ovviamente - che l'atto, con cui s'abiliti il *Board Observer* ad esercitare le proprie funzioni, possa ugualmente prescrivere la sanzione della decadenza per il ripetuto mancato intervento dell'Osservatore alle adunanze dell'organo d'amministrazione, azionabile da parte del soggetto, che lo nomina.

Considerazioni di segno avverso, di contro, s'impongono con riferimento al dovere posto in capo ai componenti l'organo di controllo di mantenere il segreto sui fatti e sui documenti dei quali abbiano conoscenza a causa del loro ufficio, a motivo della circostanza che l'accesso del *Board Observer* al medesimo corredo conoscitivo provvisto agli amministratori in prossimità delle loro riunioni <sup>95</sup>, è diretto a soddisfare urgenze - quale quella

---

<sup>93</sup> V. art. 28.1, lett. d), Statuto MUNDYS s.p.a., cit., là dove si dispone che "Gli osservatori saranno vincolati da adeguati obblighi di riservatezza e gli azionisti B saranno responsabili di ogni violazione di tali obblighi di riservatezza da parte degli stessi investitori".

<sup>94</sup> L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 25, non tralascia di sottolineare come la direttiva (UE) 2017/828 del Parlamento europeo e del Consiglio, del 17 maggio 2017, che modifica la direttiva 2007/36/CE per quanto riguarda l'incoraggiamento dell'impegno a lungo termine degli azionisti (c.d. "Shareholder Rights II") - recepita in Italia dal d.lgs. 10 maggio 2019, n. 49 - obbliga gli investitori istituzionali ad impegnarsi attivamente nel monitoraggio delle società partecipate.

<sup>95</sup> L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 41 ss.

d'acquire, a vantaggio del soggetto da cui ritrae la propria nomina, cognizione diretta d'informazioni aziendali essenziali per governare le preferenze d'investimento di quest'ultimo - confliggenti con interessi - come quello alla tutela del diritto alla segretezza industriale <sup>96</sup> - che riguardano chiunque presti la propria attività nell'impresa.

L'atto di nomina del *Board Observer*, dunque, non può porsi in contraddizione con la prescrizione di natura imperativa di mantenere confidenziali le informazioni aziendali, delle quali si venga a conoscenza in ragione della posizione occupata <sup>97</sup>, esplicitamente codificato per i soli componenti l'organo di controllo <sup>98</sup>.

L'incarico assolto dal *Board Observer*, tuttavia, contraddice in radice tale prescrizione, giacché è rivolta proprio a fornire al soggetto, che lo nomina, ovvero a soggetti riconducibili alla sfera della struttura organizzativa dell'impresa a lui facente capo - potenzialmente coinvolti nelle decisioni da prendere, ovvero nelle negoziazioni da concludere -

---

<sup>96</sup> In dottrina, si ritiene che, nella definizione di segreto industriale, siano comprese le informazioni aziendali - differenti da quelle protette dal Codice della Proprietà Industriale - ottenute con l'impiego di notevoli risorse da parte dell'impresa, che rivestono per essa un particolare valore economico, perché in grado di procurarle un vantaggio sui concorrenti, a motivo della loro circoscritta conoscenza.

Cfr. C. PASCHI, *La tutela concorrenziale per le informazioni non qualificate*, in *Riv. dir. ind.*, 2012, 95 ss.

V., inoltre, P. AUTERI, sub art. 14, in *Adeguamento della legislazione interna in materia di proprietà industriale alle prescrizioni obbligatorie dell'accordo relativo agli aspetti dei diritti di proprietà intellettuale concernenti il commercio - Uruguay Round (d.lgs. 19 marzo 1996, n. 198)*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 1998, 131; G. GHIDINI e F. DE BENEDETTI, *Codice della proprietà industriale*, Milano, 2006, 257; A. VANZETTI e V. DI CATALDO, *Manuale di diritto industriale*, Milano, 2018, 115 ss.

Il segreto, in altri termini, adempirebbe alla funzione di proteggere informazioni aventi valore economico, assicurando un'appropriazione piena ed esclusiva dei connessi ritorni, che rafforzerebbe, a sua volta, l'incentivo individuale alla produzione di nuova informazione.

<sup>97</sup> V. L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 38.

<sup>98</sup> Il dovere di riservatezza riguarda, in primo luogo, proprio gli amministratori, i quali rispondono d'ogni connessa possibile violazione conformemente alle regole dettate dall'art. 2392 c.c.

V., in ordine alle società quotate, l'art. 3, Raccomandazione n. 11, Codice di *Corporate Governance*, che onera l'organo amministrativo d'adottare un regolamento che definisca, tra l'altro, le procedure per la gestione dell'informativa agli amministratori, atte ad identificare idonee modalità di tutela della riservatezza dei dati, nonché delle informazioni fornite.

V. P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconigliare e sulla sua possibile evoluzione*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi e R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 115.

informazioni riservate circa gli obiettivi strategici perseguiti dall'organo d'amministrazione <sup>99</sup>, alle adunanze del quale viene ammesso ad assistere <sup>100</sup>.

La divulgazione d'informazioni aziendali aventi natura confidenziale è proibita dalla legge ad almeno due livelli. Un primo livello, attiene all'interesse a mantenere riservate le informazioni aventi caratteristiche di segretezza in relazione all'organizzazione, ed i metodi di produzione dell'impresa (artt. 2105 e 2598, n. 3, c.c., ed art. 98, d.lgs. 10 febbraio 2005, n. 38) <sup>101</sup>; un secondo livello, al contrario, concerne l'interesse

---

<sup>99</sup> V. J.M. ZEBERKIEWICZ, *Considerations in Drafting Board Observer Arrangements*, cit., il quale ha cura di chiarire che dovrà essere premura del finanziatore, nella fase di negoziazione delle condizioni di riservatezza che dovranno essere osservate dal *Board Observer* di propria nomina, assicurarsi ch'esse non vengano formulate in maniera così ampia, da impedire all'Osservatore di condividere le informazioni ed i materiali considerati imprescindibili per perseguire il fine prefissatosi.

Il *Code of Conduct* adottato dal *Board* della *Bank for International Settlement*, cit., ancorchè deputato a disciplinare una figura assai particolare di *Board Observer*, cioè quella che potrebbe assumere uno dei Governatori d'una delle Banche Centrali componenti dell'*Economic Consultative Committee* - consapevole degli aspetti legati alla tutela della riservatezza delle informazioni apprese da uno speciale soggetto, il cui intervento alle adunanze dell'organo d'amministrazione della Banca è istituzionalmente destinato a fornire alla dirigenza apicale della Banca Centrale di propria appartenenza le notizie che bisogna conoscere per potere efficacemente disimpegnare la rispettiva attività - prende espressamente in considerazione il caso che siano condivise informazioni confidenziali tra Osservatore e soggetti riconducibili all'alveo della struttura organizzativa dell'entità bancaria di propria espressione, subordinandone la legittimità alla duplice condizione che, da un lato, il *Board Observer* si sia preventivamente vincolato a mantenere riservate le informazioni delle quali sia venuto a conoscenza in dipendenza della non convenzionale funzione esercitata; dall'altro, che al rispetto d'analogo vincolo si siano obbligati i dirigenti apicali della Banca Centrale, cui egli faccia parte.

Il *Report* stilato nel mese di Giugno 2021 da LOYENS&LOEFF, *Board observers in Dutch companies*, reperibile all'indirizzo <https://www.loyensloeff.com/trend-report-litigation.pdf>, documenta l'assenza, nell'ordinamento giuridico olandese, del dovere d'osservare particolari vincoli di riservatezza a proposito della divulgazione d'informazioni attinenti lo svolgimento delle attività degli organi d'amministrazione di società di capitali operanti nei Paesi Bassi, da cui conseguirebbe la libertà per il *Board Observer* di condividere il contenuto di quelle, delle quali dovesse entrare in possesso a motivo del ruolo svolto, con il soggetto da cui ritragga la propria nomina, fatto salvo il rispetto della disciplina in materia d'abusi di mercato, come ogni altra limitazione discendente da norme di legge e/o clausole contrattuali.

<sup>100</sup> Nella sua accezione più generale, l'interesse alla riservatezza denota il bisogno d'evitare che la conoscenza d'una determinata informazione, se diffusa, possa cagionare un danno a chi ne sia legittimamente titolare.

Cfr. S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Milano, 2012, 29.

<sup>101</sup> V. Cass. civ. 29 novembre 2021, n. 37362, in *Riv. dir. ind.*, 2021, II, 463, che, a proposito della protezione accordata dall'art. 98 C.P.I. ha chiarito ch'essa si rivolge alle sole informazioni aventi un qualche valore economico "idonee a conferire al detentore uno specifico

a mantenere confidenziali le informazioni aventi natura privilegiata<sup>102</sup> riferentesi, direttamente o indirettamente, ad uno o più emittenti; uno o più strumenti finanziari; strumenti derivati su merci; quote d'emissioni, o prodotti oggetto d'asta correlati (artt. 180-180-*septies* T.U.F.).

Le norme dettate a presidio del segreto industriale mirano a reprimere la condotta di chiunque in possesso d'informazioni riservate se ne serva per recare un pregiudizio ad una determinata impresa; quelle, di contro, a protezione del mercato degli strumenti finanziari tendono a reprimere la condotta di chiunque in possesso d'informazioni privilegiate per via del fatto di ricoprire la qualifica di membro d'organi d'amministrazione, direzione o controllo d'un'emittente; della partecipazione al capitale di quest'ultima; ovvero dell'esercizio d'un'attività lavorativa, d'una professione, o d'una funzione se ne avvalga per procurare a sé o ad altri un vantaggio a scapito del mercato.

La trasgressione del divieto di divulgare informazioni coperte dal segreto industriale è sanzionabile soltanto su impulso di chi lamenti d'avere subito una lesione nella propria sfera giuridica<sup>103</sup>; la violazione della proibizione di divulgare informazioni privilegiate, invece, è sanzionato anche su iniziativa dell'Autorità Pubblica<sup>104</sup>.

Nondimeno, però, il raggio d'operatività delle disposizioni imperative stabilite per reprimere condotte contrarie alle regole di mercato è limitato, in forza dell'art. 184, I comma, T.U.F., al solo impiego abusivo d'informazioni privilegiate compiuto da soggetti qualificati (membri degli organi d'amministrazione, direzione o controllo d'un'emittente; partecipanti al capitale di quest'ultima; esercenti un'attività lavorativa, una professione, o una funzione), in uno specifico contesto (negoiazione di

---

*vantaggio competitivo rispetto a chi non dispone*"; conforme, Trib. Venezia, 4 gennaio 2024, n. 19, in riferimento all'art. 2598, n. 3, c.c.

<sup>102</sup> Per "informazione privilegiata", s'intende l'informazione contemplata dall'art. 7, §§ 1-4, regolamento (UE) n. 596/2014, come modificato dall'art. 2, p.to 3, regolamento (UE) n. 2809/2024.

<sup>103</sup> Si pensi, ad esempio, all'ipotesi che i soci non aventi diritto alla nomina del *Board Observer* lamentino la circostanza che l'investitore che l'abbia nominato, abbia mutato indirizzo rispetto al contenuto delle condizioni sulla base delle quali aveva eseguito il proprio investimento per effetto delle informazioni riservate apprese mediante il *Board Observer*, e, da ciò, ne sia derivata un'alterazione della situazione finanziaria della società, da cui sia scaturito un pregiudizio.

<sup>104</sup> L'art. 184 T.U.F. punisce con sanzioni penali chi abusi o comunichi illecitamente informazioni privilegiate, ovvero raccomandi o induca altri alla commissione di abuso di informazioni privilegiate.

strumenti finanziari su mercati regolamentati). Peraltro, pure con riferimento a tale specifico contesto, il legislatore ha introdotto alcune cause d'esenzione (art. 183 T.U.F.), come determinate ipotesi d'esimenti [argg. *a contrario ex* art. 184, I comma, lett. b), T.U.F.]. Tra quest'ultime, particolare interesse sembra vada riservato alla non punibilità della condotta di chi comunichi informazioni privilegiate all'interno del normale esercizio della funzione svolta.

Il *Board Observer*, che pure non può in alcun modo essere assimilato ad un "membro" dell'organo d'amministrazione, ma, semmai, ad "un esercente una funzione", in virtù dell'art. 184, I comma, T.U.F. appena citato, potrebbe invocare l'esimente disciplinata da tale norma, secondo cui non è proibito comunicare informazioni ad altri all'interno del normale esercizio della funzione svolta. Tale opzione, unitamente alla preventiva sottoscrizione d'un accordo che impegni il *Board Observer* a non servirsi delle informazioni acquisite in ragione del proprio ufficio<sup>105</sup>, per condurre a termine attività speculative sul capitale della società gestita dall'organo amministrativo, alle riunioni del quale venga ammesso ad assistere, potrebbe contribuire a rendere tendenzialmente evanescente la sussistenza

---

<sup>105</sup> Lo Statuto di MUNDYS s.p.a., cit., all'art. 28.1, lett. a), predilige l'opzione per la quale il *Board Observer* sia tratto dalle fila dei dipendenti, amministratori, funzionari, membri o *partner* di qualsiasi azionista che sia titolare del diritto di nominare l'Osservatore, verosimilmente poiché già vincolato al dovere di riservatezza, che incombe per legge in capo a chiunque presti la propria attività nell'impresa. Avallo di tale supposizione potrebbe ricavarci dal periodo successivo della medesima clausola statutaria citata, che impedisce a chi eserciti la professione d'avvocato, o, comunque, di consulente legale esterno della Società, d'essere nominato *Board Observer*. Coglie, al contrario, il fondamento del divieto in questione nel fine d'inibire a chi sia in possesso di specifiche competenze in materie giuridiche di potere condizionare il processo decisionale degli amministratori, M. BIANCA, *Il Board Observer*, cit.

Diversamente lo Statuto di NUMIA s.p.a., reperibile all'indirizzo [https://www.numia.com/DocumentiGovernance/NOV24\\_Statuto\\_Numia.pdf](https://www.numia.com/DocumentiGovernance/NOV24_Statuto_Numia.pdf), all'art. 19.6, genericamente stabilisce che il *Board Observer* sarà ammesso a partecipare alle adunanze del consiglio di amministrazione solo previa sottoscrizione con la società di adeguati accordi di riservatezza.

d'effettivi limiti legali alla nomina dell'Osservatore<sup>106</sup> per contrapposizione con precetti imperativi posti a tutela della segretezza aziendale<sup>107</sup>.

#### 9. Il diritto d'intervenire alle adunanze dell'organo d'amministrazione.

L'atto di nomina del *Board Observer*, può prevedere che sia lui conferito, in aggiunta al diritto d'assistere alle sedute dell'organo d'amministrazione, anche quello d'intervenirvi<sup>108</sup>, pur sempre senza facoltà di voto<sup>109</sup>.

---

<sup>106</sup> F. PORTOLANO, *Italian perspectives*, cit., è dell'avviso che possa essere proprio l'assenza d'effettivi limiti legali alla nomina del *Board Observer* nel sistema normativo italiano a lasciare aperta la possibilità che non sussista un esplicito divieto alla loro nomina.

V. art. 28.1, Statuto MUNDYS s.p.a., cit., che, a proposito del diritto attribuito ai soci di nominare propri Osservatori nell'organo d'amministrazione, si limita ad evocare l'osservanza del generico principio che ciò avvenga nel rispetto di non individuati limiti consentiti dalla legge [*"Gli azionisti B avranno il diritto di nominare (i) due (2) osservatori per partecipare - nei limiti consentiti dalla Legge vigente (ivi inclusa la normativa sugli abusi di mercato) - alle riunioni del Consiglio di Amministrazione"*].

<sup>107</sup> Si tenga presente, comunque, che la nomina del *Board Observer* pone in maniera diretta il tema dell'osservanza delle prerogative degli azionisti, nonché della salvaguardia delle corrispondenti posizioni giuridiche.

V. L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 28, la quale sviluppa il ben più impegnativo tema della compatibilità dell'attribuzione al *Board Observer* del diritto d'assistere alle adunanze dell'organo d'amministrazione con il principio della parità di trattamento tra azionisti - inteso quale divieto per gli organi societari di porre in essere discriminazioni tra soci che si trovino nelle medesime condizioni - , nella misura in cui dovesse prestarsi ad assecondare flussi informativi privilegiati a beneficio d'alcuni azionisti selettivamente individuati.

Conforme, M. BIANCA, *Il Board Observer*, cit. Più in generale, a proposito della tutela dei segreti commerciali, v. ID., *Informazione societaria e proprietà industriale*, in *Studi di diritto commerciale per Vincenzo Di Cataldo*, a cura di C. Costa, A. Mirone, R. Pennisi, P. Sanfilippo, R. Vigo, Giappichelli, Torino, 2021, I, 53.

<sup>108</sup> V. art. 28.1, lett. A), Statuto MUNDYS s.p.a., cit., (*"ciascuno tra tali osservatori e/o l'osservatore supplente (...) prenderà parte alla discussione quando invitato dal presidente"*) che sostanzialmente assegna al presidente dell'organo d'amministrazione il potere di disporre discrezionalmente del diritto statutariamente attribuito al *Board Observer* di prendere parte alla discussione, che si svolge tra gli amministratori, consentendo ch'esso possa essere esercitato solo su invito del presidente stesso.

<sup>109</sup> M. SUSTER, *Why You Should Avoid Adding 'Board Observers'*, cit., il quale - sulla base della propria esperienza di *Managing Partner* d'una società di *Venture Capital* statunitense - consapevole della circostanza che potrebbe essere anche soltanto uno degli amministratori, come anche uno dei dirigenti apicali, che si trovi a partecipare all'adunanza dell'organo d'amministrazione d'una determinata società, a richiedere al *Board Observer* d'intervenire nella discussione - giunge al punto di coniare l'espressione *"silent observer"*, per designare il modello convenzionale d'Osservatore, cioè colui che si limita soltanto a partecipare alle riunioni dell'organo amministrativo, senza intervenire attivamente.

Il diritto convenzionalmente riconosciuto al *Board Observer* di partecipare attivamente al confronto, che si crea tra gli amministratori durante le loro adunanze, possiede una fisionomia distinta dal dovere legislativamente stabilito a carico di sindaci e consiglieri di sorveglianza d'intervenirvi. Mentre il diritto pattiziamente attribuito al *Board Observer* di prendere parte alle riunioni dell'organo amministrativo rinviene la propria giustificazione nel qualificato contributo di carattere istruttorio <sup>110</sup>, ch'egli potrebbe essere in grado d'arrecare al dibattito consiliare <sup>111</sup>, il dovere legislativamente imposto ai componenti l'organo di controllo - anche quando soltanto eventuale, come nel caso del consiglio di sorveglianza nelle società chiuse - d'intervenirvi <sup>112</sup> trova la propria fonte nell'inderogabile

---

<sup>110</sup> V. L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 26.

Conforme, M. BIANCA, *Il Board Observer*, cit.

M. SUSTER, *Why You Should Avoid Adding 'Board Observers'*, cit., coglie lo specifico valore della partecipazione d'un soggetto alle adunanze dell'organo d'amministrazione nella capacità di convincere i presenti, ovvero di dividerli su d'una determinata decisione d'assumere.

"Alden Insight" - il sistema d'Intelligenza Artificiale impiegato dal *Board* di IHC - pare progettato per potere sempre intervenire alle riunioni dell'organo amministrativo, come sembrerebbe potersi desumere dalla circostanza che risulterebbe programmato per combinare specifici dati aziendali con le abilità del sistema, in occasione della propria partecipazione a tali riunioni attraverso la capacità: i) d'ascoltare il dibattito, che si stabilisce tra gli amministratori; ii) identificare i punti salienti della medesima discussione; iii) fornire consigli, nonché raccomandazioni, al fine di: i) condividere con l'organo d'amministrazione i dati analizzati; ii) suggerire specifiche soluzioni alle questioni emerse nel corso della discussione; iii) introdurre ulteriori temi in tempo reale.

Cfr. S. SHEKSHNIA e V. YAKUBOVICH, *How Pioneering Boards Are Using AI*, cit., 60.

<sup>111</sup> L'interesse alla ponderazione, ad avviso di M. STELLA RICHTER, *La collegialità del consiglio di amministrazione tra ponderazione dell'interesse sociale e composizione degli interessi sociali*, in *Amministrazione e amministratori di società per azioni*, a cura di B. Libonati, Giuffrè, Milano, 1995, 299, sarebbe un interesse disponibile da parte dei soci, i quali ne sono gli unici titolari.

<sup>112</sup> M. AIELLO, *Il collegio sindacale*, cit., 588, fa uso del verbo "interloquire" in rapporto alla natura dell'intervento dei componenti l'organo di controllo alle sedute dell'organo amministrativo.

P. MAGNANI, sub *art. 2405 c.c.*, cit., 235, la quale associa proprio alla possibilità per i sindaci d'intervenire nella discussione consiliare per assumere informazioni, ed, eventualmente, per esternare le proprie convinzioni agli amministratori, l'estensione - operata dalla legge di Riforma del Diritto societario - del dovere per i componenti l'organo di controllo d'intervenire anche alle riunioni del comitato esecutivo, posto ch'esse rappresentano solitamente la sede nella quale vengono prima discusse, e, poi, prese la maggior parte delle decisioni gestorie.

Non contrario ad ammettere l'intervento del sindaco nel dibattito consiliare - malgrado sostenga che il dato testuale "assistere" non possa essere considerato insignificante - M. LIBERTINI, sub *art. 2405 c.c.*, cit., 256, tutte le volte che l'intervento preventivo dell'organo di controllo sia indirizzato a segnalare ad un altro organo della società il rischio d'incorrere in cause d'invalidità, o irregolarità d'una decisione, che s'accinga ad assumere, purché tale

attività di tipo ispettivo, che i componenti l'organo di controllo devon'essere in condizione di praticare nel corso della discussione intrattenuta dagli amministratori <sup>113</sup>.

La questione connessa alla possibilità d'ammettere che il diritto contemplato in favore del *Board Observer* d'assistere alle sedute dell'organo d'amministrazione possa ampliarsi fino ad includere anche quello di presenziarvi attivamente merita, allora, d'essere analizzata sotto tre diversi punti di vista: i) una prima, concerne il soggetto titolare del diritto alla nomina del *Board Observer*; ii) una seconda, al contrario, si riferisce alla società, che designa l'organo d'amministrazione, alle cui adunanze il *Board Observer* ha attribuito il diritto d'assistere; iii) una terza, riguarda il mercato sul quale la società opera. Laddove ci si ponga dall'angolazione del soggetto, da cui il *Board Observer* ritrae la propria nomina, la partecipazione di quest'ultimo alle riunioni dell'organo d'amministrazione potrebbe rappresentare un'opportunità, costituendo la sede per confrontarsi, illustrare e spiegare <sup>114</sup> la prospettiva propria dell'investitore in merito a determinate decisioni di competenza dell'organo amministrativo, così da pervenire ad una sorta di condivisione dei risultati con uno *stakeholder* rilevante, benché non esclusivo <sup>115</sup>, ferma l'imputabilità della scelta gestoria

---

interventato sia contenuto nel rispetto degli opportuni criteri di diligenza, nonché prudenza professionale.

Favorevole ad ammettere la "facoltà" per il sindaco d'intervenire nella discussione in corso tra gli amministratori, C. SIMONE, sub *art. 2405 c.c.*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, UTET, Torino, I, 561, la quale valorizza al tal fine il termine "intervento", inserito nella rubrica dell'*art. 2405 c.c.*, in contrapposizione a quello di "assistenza", impiegato nel testo della medesima disposizione.

P.P. FERRARO, sub *art. 2405, c.c.*, in *La riforma delle società*, a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Giappichelli, Torino, 2003, 575, reputa che ai componenti l'organo di controllo debba essere permesso mettere a verbale le osservazioni, nonché i rilievi sollevati durante il loro intervento alla discussione.

<sup>113</sup> V. S. AMBROSINI, *Collegio sindacale*, cit., 767 ss.; ID., *I poteri del collegio sindacale*, cit., 32, il quale non ritiene un elemento ostativo all'opinione rassegnata nel testo il ricorso da parte della legge del verbo "assistere" riferito al contenuto dell'attività demandata all'organo di controllo.

*Contra*, L. BUTTARO, *Sulla presenza dei sindaci alle riunioni degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 1989, 366 ss., a cui giudizio il potere-dovere dei sindaci è solamente quello d'essere presenti alle adunanze dell'organo d'amministrazione, ovvero alle riunioni del comitato esecutivo, in qualità di semplici spettatori, in tal senso deponendo proprio l'utilizzo del verbo "assistere", che non sarebbe passibile, a parere dell'Autore, di dubbi al riguardo.

<sup>114</sup> Argg. ex M. BIANCHI-M. MILIČ, *Le politiche di engagement delle società tra teoria e prassi*, in *Riv. società*, 2021.

<sup>115</sup> G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2018, 393 ss., sostiene che l'interazione tra amministratori e

al solo organo d'amministrazione. Si tratterebbe, quindi, d'un genere di partecipazione alle sedute dell'organo amministrativo, di tipo - per così dire - "consulenziale", consistente nell'esprimere osservazioni su particolari materie emerse durante lo svolgimento delle adunanze dell'organo d'amministrazione, attraverso la quale provare ad instradare alcune scelte imprenditoriali ed organizzative in direzione del conseguimento dei fini perseguiti mediante il proprio investimento da parte del soggetto titolare del diritto alla nomina del *Board Observer* <sup>116</sup>. Si tratterebbe, come ovvio, di osservazioni non vincolanti, la cui eventuale pretermissione potrebbe al più essere oggetto di "reazione" da parte di quest'ultimo, non perché gli amministratori abbiano preferito ignorarle, ma, semmai, perché non abbiano osservato, sotto tale profilo, il complessivo contenuto degli accordi posti alla base dell'atto di nomina del *Board Observer*.

Ove, però, ci si sposti a scrutare la questione della partecipazione attiva del *Board Observer* alle adunanze dell'organo amministrativo dal punto di vista della società, non potrebbe scartarsi l'idea che la deliberazione gestoria ivi assunta possa restare esposta al rischio d'impugnativa da parte dei soci <sup>117</sup> per lesione dei propri diritti, a norma dell'art. 2388, IV comma, ultimo periodo, c.c. <sup>118</sup>. I diritti sociali - ai fini della

---

soci/investitori istituzionali sia oggi da valutare un meccanismo di buona *corporate governance*, capace d'incidere positivamente sull'azione degli amministratori, i quali, perciò, non potrebbero prescindere dallo scambio informativo in questione.

<sup>116</sup> G.A MAZZA, *Patti sociali e parasociali nelle operazioni di private equity e venture capital*, Egea, Milano, 2017, 125, evidenzia come, nelle più frequenti operazioni di *private equity*, sia prassi comune quella per la quale l'investitore obblighi i soci della società finanziata a far approvare dall'organo amministrativo un *business plan* includente, tra l'altro, determinate previsioni di spesa.

<sup>117</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione*, cit., 652 ss., propendono il convincimento che l'art. 2388 c.c. assegni il diritto d'impugnativa delle deliberazioni consiliari al singolo socio, qualunque possa essere la percentuale della sua partecipazione al capitale sociale, sulla scorta del ragionamento che vengano in rilievo ipotesi d'invalidità, attinenti a diritti fondamentali del socio, idonee ad arrecargli un danno diretto.

<sup>118</sup> M. VENTORUZZO, sub art. 2388 c.c., cit., 330 ss., affronta il problema relativo alla possibile identificazione delle deliberazioni, che possano ritenersi "lesive dei diritti dei soci", intavedendone l'aspetto comune nell'impossibilità di devolvere l'efficace tutela del pregiudizio subito dal socio alla mera iniziativa d'un organo societario.

M. SPIOTTA, *L'amministrazione*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina e nella giurisprudenza: 2003-2009*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, Zanichelli, Bologna, 2009, 504, congiunge la sussistenza della legittimazione ad agire del singolo socio alla lesione d'un diritto, che gli appartiene direttamente (giova d'essere messo in evidenza il fatto che l'Autrice aveva già esternato tale convinzione in ID., *Brevi note in tema di delibere consiliari e voto di lista*, nota a Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. it.*, 2008, 371, pronunzia con cui l'Organo Giudiziario aveva ravvisato la lesione d'un diritto facente capo

disposizione in commento - si sostanziano in mere posizioni di potere astrattamente riferibili a tutti gli azionisti, o a gruppi omogenei d'azionisti, nel contesto collettivo della partecipazione alla gestione, ovvero ai risultati dell'attività comune, le quali trovano nel vincolo giuridico al loro rispetto da parte degli amministratori, il naturale limite alla discrezionalità decisoria di quest'ultimi <sup>119</sup>. La fattispecie d'invalidità delineata dall'art. 2388, I comma, c.c. <sup>120</sup>, potrebbe, allora, essere invocata - per mezzo del ricorso all'ordinario rimedio impugnatorio previsto e disciplinato dall'art. 2378 c.c. <sup>121</sup> - con la funzione di salvaguardare i diritti <sup>122</sup> spettanti alla generalità dei soci, tutte le volte che quest'ultimi ne dovessero lamentare la lesione <sup>123</sup> sul

---

direttamente al socio nella lesione del diritto del socio di minoranza d'interloquire e di deliberare in sede consiliare per mezzo d'un componente di sua nomina.

F. BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma delle società*, Giuffrè, Milano, 2004, 120, sostiene che l'art. 2388 c.c., autorizzando i soci ad impugnare solo le delibere "lesive dei loro diritti", parrebbe escludere analoga legittimazione con riferimento alle delibere che abbiano leso il generico interesse dei soci alla legalità della deliberazione o abbiano leso di riflesso i diritti di tutti i soci.

<sup>119</sup> Cfr. V. PINTO, *Funzione amministrativa e diritti degli azionisti*, Giappichelli, Torino, 2008, 207 ss.

V., altresì, M. SPIOTTA, *L'amministrazione*, cit., 507, che evoca i maggiori poteri che la legge di Riforma del Diritto societario ha consentito d'attribuire agli amministratori, anche con riguardo a decisioni in condizione d'incidere direttamente sulla posizione di singoli soci.

<sup>120</sup> Per un'esatta ricostruzione della materia, si veda, tuttora, M. IRRERA, *La regola dell'invalidità delle delibere consiliari in presenza di conflitto d'interessi nella sua evoluzione storica*, in *Aa.Vv., Studi in onore di Gastone Cottino*, CEDAM, Padova, I, 1997, 657 ss.; ID., *Le delibere del consiglio di amministrazione. Vizi e strumenti di tutela*, Giuffrè, Milano, 2000, 43 ss.; ID., *La patologia delle delibere consiliari nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1132 ss.

N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione*, cit., 648, deducono da una serie d'indizi normativi, la presupposizione che il legislatore, all'art. 2388 c.c., potrebbe avere fatto riferimento alla sola categoria delle deliberazioni consiliari annullabili, se non, addirittura, ad una fattispecie diversa da quelle tipicamente disciplinate in tema di validità delle deliberazioni assembleari.

<sup>121</sup> V. PINTO, *sub art. 2388 c.c.*, cit., 94, rammenta, ove mai ve ne fosse esigenza, che il vizio d'invalidità non pregiudica automaticamente il dispiegarsi dell'efficacia della deliberazione nei confronti dei naturali destinatari in seno all'organizzazione sociale, ma determina esclusivamente l'insorgere della facoltà d'impugnarla da parte dei soggetti a ciò legittimati, onde conseguire, per il tramite indispensabile del processo, una pronuncia ch'estingua il valore della delibera con efficacia vincolante, al pari dell'atto impugnato, in rapporto a tutti i soggetti interessati.

<sup>122</sup> N. ABRIANI-P. MONTALENTI, *L'amministrazione*, cit., 647, fanno riferimento a deliberazioni, che possano ledere anche gli interessi dei soci.

<sup>123</sup> Arrg. ex M. VENTORUZZO, *sub art. 2388 c.c.*, cit., 321 e 323, il quale giudica l'art. 2388 c.c., da un'angolazione strettamente testuale, abbastanza estesa da comprendere ogni possibile vizio, di procedimento (sempre che non si tratti d'irregolarità procedurali prive

presupposto che l'attività deliberativa <sup>124</sup> dell'organo d'amministrazione possa essere stata condizionata <sup>125</sup>, dalla partecipazione ad essa d'un soggetto non scelto come amministratore <sup>126</sup>, che, per di più, anziché essere incaricato del compito di gestire interessi comuni ad ogni socio<sup>127</sup>, sia investito della funzione d'indirizzare il procedimento decisionale dell'organo amministrativo verso esiti deliberativi maggiormente coerenti con gli interessi del soggetto, dal quale ritrae la propria nomina <sup>128</sup>.

---

d'effetto sul risultato della votazione) e di contenuto, che la delibera dell'organo consiliare possa presentare.

<sup>124</sup> A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità*, cit., 535, mette in rilievo come le delibere consiliari spesso si riconnettano le une alle altre, generando un contenuto in continua evoluzione, per via delle frequenti estensioni, integrazioni, modificazioni, succedentisi.

<sup>125</sup> M. BIANCA, *Il Board Observer*, cit., non ignora il pericolo che il rapporto intercorrente tra colui che nomina il *Board Observer* e l'Osservatore stesso potrebbe anche manifestarsi in termini d'influenza di quest'ultimo sull'esito del confronto consiliare, così potendo dare adito al timore che possa configurarsi un potere d'eterodirezione dell'impresa da parte del soggetto che nomina il *Board Observer*.

<sup>126</sup> V. T. HIXON, *Get Value From Board Observers*, cit.

<sup>127</sup> V. PINTO, sub art. 2388 c.c., cit., 97, nt. 58, reputa che "lesione" dei diritti dei soci non possa che significare violazione dei diritti senza che da ciò discenda una modifica formale dei diritti medesimi, non foss'altro perché la modifica formale, implicando una soppressione o una limitazione del diritto in via generale ed astratta, presuppone la titolarità di competenze atipiche per la sfera di poteri propria dell'organo d'amministrazione.

M. IRRERA, sub art. 2388, c.c., in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso e P. Montalenti, II, Zanichelli, Bologna, 2004, 729, n. 5, respinge l'idea che le delibere consiliari lesive dei diritti dei soci rientrerebbero nella più ampia categoria delle delibere non conformi a legge, o statuto.

Contra A. PISANI MASSAMORMILE, *Invalidità*, cit., 520, nt. 12, e 530 ss.

<sup>128</sup> V. I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., 2; T. HIXON, *Get Value From Board Observers*, cit., che giunge al punto d'imputare agli amministratori, nonché ai dirigenti apicali della società, in cui il *Board Observer* sia chiamato ad operare, sentimenti d'accentuato scetticismo, se non addirittura di vera ostilità nei suoi confronti, a motivo della presumibile circostanza di tendere a privilegiare gli interessi particolari dell'investitore titolare del diritto di nominarlo, piuttosto che quelli generali della società; LOYENS&LOEFF, *Board observers*, cit., infine, apprezza l'atteggiamento di amministratori e dirigenti apicali, che pur prendendo in adeguata considerazione consigli e suggerimenti, che dovessero pervenire dall'Osservatore, ciò nonostante si mantengano coscienti della circostanza, che si tratterebbe pur sempre d'opinioni provenienti da soggetti non imparziali.

P. GARG-V. HABLANI, *The Legislative Vacuum* cit., 667, in merito alla diffusione nel contesto delle società indiane della speciale figura del presidente onorario dell'organo amministrativo - in ordine al quale, al pari di quanto accade nel panorama societario occidentale in relazione alla figura del *Board Observer*, non esistono previsioni di legge che ne regolino il funzionamento - paventano il timore che l'assenza di disciplina legale rispetto a determinati ruoli societari possa favorire il palesarsi di fenomeni capaci di condizionare le società e la loro *governance* a vantaggio di alcuni *stakeholders* soltanto.

Un punto d'equilibrio potrebbe essere rappresentato dall'opportunità di concepire un doveroso ampliamento dell'attività di vigilanza svolta dai componenti l'organo di controllo in ordine al concreto funzionamento degli assetti organizzativi esistenti <sup>129</sup>. Sulla base del correttivo proposto, i componenti l'organo di controllo, nel corso dell'attività d'assistenza alle sedute dell'organo d'amministrazione, e, laddove costituiti, dei comitati esecutivi, non dovrebbero più limitarsi a vagliare la correttezza, nonché la legittimità delle scelte imprenditoriali ed organizzative poste in essere dall'organo amministrativo, ma dovrebbero spingersi fino al punto di valutare quale possa essere stata l'entità dell'apporto recato dal *Board Observer* all'effettivo atteggiarsi di tali scelte <sup>130</sup>.

Se, infine, ci si colloca a sondare la questione inerente la possibilità che il *Board Observer* prenda parte attivamente alle adunanze dell'organo d'amministrazione dall'angolazione del mercato in cui la società agisce, s'impone la necessità d'immaginare strumenti di trasparenza che siano in condizione di segnalare agli investitori l'esistenza d'un rapporto che lega un soggetto ad un finanziatore potenzialmente in grado di porre in atto

---

<sup>129</sup> Cfr. I. DEMURO, *Il collegio sindacale*, cit., 2131, il quale mette in risalto come l'attività di vigilanza demandata dall'art. 2403 c.c. all'organo di controllo a proposito dell'osservanza della legge e dello statuto da parte della società, trovi nell'ottemperanza ai doveri di corretta amministrazione, e, specificatamente, nell'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società, nonché nel suo concreto funzionamento, la sua più completa declinazione.

<sup>130</sup> Ad avviso di G. SANDRELLI, *Il dialogo degli amministratori con gli azionisti dopo il Codice di Corporate Governance*, in *Riv. dir. comm.*, 2021, I, 721 ss., l'organo di controllo nelle società quotate dovrebbe vigilare anche sull'osservanza da parte degli amministratori dei principi di correttezza nella comunicazione con i soci. Quest'ultima - a giudizio di chi scrive - potrebbe considerarsi stabilita anche attraverso il *Board Observer*. Pare, dunque, da incoraggiare l'abitudine ad annotare nei verbali delle adunanze dell'organo d'amministrazione pure il contenuto delle dichiarazioni rese dal *Board Observer* nel corso delle stesse, al fine di poterne adeguatamente giudicare il tenore, che dovrà coerentemente rispecchiare la natura della funzione contrattualmente esercitata.

V., in argomento, I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., 4; F. PORTOLANO, *Italian perspectives*, cit.

V. S. SHEKSHNIA e V. YAKUBOVICH, *How Pioneering Boards Are Using AI*, cit., 60, i quali danno atto del fatto che il resoconto degli interventi spiegati da "Alden Insight" - il sistema d'Intelligenza Artificiale impiegato dal Board di IHC come *Board Observer* - alle riunioni dell'organo amministrativo della Società confluiscono nel libro sociale delle sedute consiliari.

V., da ultimo, art. 28.1, lett. b), Statuto MUNDYS s.p.a., con cui si richiede di riportare nei verbali delle sedute dell'organo d'amministrazione, la nomina degli osservatori, dell'osservatore supplente, nonché l'eventuale rimozione, ovvero sostituzione degli stessi.

un'influenza concreta sui processi decisionali di gestione economico-finanziaria della società, che potrebbero determinare un'allocatione dell'assetto dei poteri gestori non coincidente con quella propria del paradigma legale tipico d'una società a struttura corporativa <sup>131</sup>.

#### 10. *La nomina per contratto.*

La consistente esperienza applicativa straniera formatasi in tema di *Board Observer* - come anticipato - denota l'abitudine di giungere solitamente alla sua nomina sulla scorta d'un accordo<sup>132</sup> abitualmente

---

<sup>131</sup> I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., 3.

L'informativa al mercato circa l'esistenza del contratto che abilita la nomina del *Board Observer* potrebbe trovare spazio nella relazione non finanziaria.

<sup>132</sup> V. J.M. ZEBERKIEWICZ, *Considerations in Drafting Board Observer Arrangements*, cit., il quale precisa che nel sistema giuridico statunitense ogni diritto conferito al *Board Observer* dev'essergli riconosciuto contrattualmente, atteso che nessuno spetta lui per statuto, al punto che la competenza a decidere, la legge dal quale tale contratto dev'essere disciplinato, nonché la giurisdizione (preferibilmente, arbitrale) da cui dev'essere giudicato, va rimessa al medesimo contratto, con il quale il *Board Observer* viene nominato. V., altresì, E. KANTZ, *Considerations*, cit., il quale puntualizza che, siccome il *Board Observer* rappresenta gli interessi dell'investitore che lo nomina, la sua figura, nonostante prevista per contratto, acquisterebbe la fisionomia d'un requisito obbligatorio della società, di cui sia espressione l'organo d'amministrazione alle riunioni del quale il *Board Observer* sia ammesso ad assistere, se esaminata dalla prospettiva di quest'ultima.

V., ancora, da THE CORPORATION LAW COMMITTEE OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK, *The Enforceability*, cit., 1165, che deduce dall'assenza di riferimenti alla figura del *Board Observer* tanto nel Delaware General Corporation Law (reperibile all'indirizzo <https://delcode.delaware.gov/title8/c001/>), quanto nel New York Consolidated Laws, Business Corporation Law - BSC (reperibili all'indirizzo <https://codes.findlaw.com/ny/business-corporation-law/>), la conclusione che egli non possa avere alcun diritto, dovere, né potere di fonte statutaria, derivando il diritto per uno o più soci di nominarlo dalla pre-esistenza d'un patto in tal senso concluso tra i soci stessi. Quest'ultimo potrebbe, inoltre, stabilire che il diritto dei soci, a cui favore il patto sia concluso, a nominare il *Board Observer* possa essere esercitato in ogni fase della vita societaria, ovvero soltanto allorché la misura della loro partecipazione al capitale sociale si riduca al di sotto della percentuale minima occorrente per riuscire ad esprimere in modo diretto un amministratore, circostanza, quest'ultima, particolarmente frequente nel caso di *venture capital operating company*.

V. LOYENS&LOEFF, *Board observers*, cit., che attesta come l'impiego di osservatori negli organi amministrativi delle società olandesi non esiga una base giuridica nei corrispondenti statuti.

V. la *Practical guide* pubblicata da KTI - KNOWLEDGE TRANSFER IRELAND - , *The Role of Directors & Observers*, reperibile all'indirizzo <https://www.knowledgetransferireland.com/Model-Agreements/Practical-Guides/KTI-Practical-Guide-to-the-role-of-Directors-Observers-.pdf>, 7, là dove s'afferma categoricamente che il *Board Observer* è una "creazione" esclusiva del contratto, con il quale viene nominato, il quale anche ne detta tassativamente diritti, poteri ed obblighi.

intercorrente tra la società, ch' elegge l'organo amministrativo alle riunioni del quale l'Osservatore è ammesso ad assistere, ed uno, o più investitori interessati a finanziare tale società. L'esigua prassi operativa nazionale, di contro, rivela la consuetudine di pervenire alla nomina del *Board Observer* sulla base d'un'apposita previsione frequentemente inserita negli statuti societari <sup>133</sup>. Tanto gli accordi, poi, quanto gli statuti <sup>134</sup> assolvono, peraltro, comunemente all'ulteriore funzione di regolamentare anche poteri e doveri spettanti al *Board Observer* <sup>135</sup>, che, nella prima ipotesi (nomina per

---

<sup>133</sup> V. art. 28.1, Statuto MUNDYS s.p.a., cit.; v., altresì, art. 19.6, Statuto NUMIA s.p.a., cit.; v., ancora, art. 18.4, Statuto XENIA s.p.a., cit.; v., infine, art. 10, Statuto Fondazione CDP, cit.

<sup>134</sup> I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., esordisce, a pag. 1, con l'attribuzione genericamente all'assemblea della titolarità del diritto di nominare il *Board Observer*, per, poi, a pag. 2, esortare a differenziare il caso in cui il diritto di nominare il *Board Observer* sia conferito a soci che detengano (da soli, ovvero cumulativamente, non viene precisato dall'Autrice) una determinata quota minima di capitale - evenienza che parrebbe non richiedere nell'orientamento di Pollastro l'assunzione d'una deliberazione assembleare -, da quella che tale diritto sia riconosciuto ai soli soci riuniti in assemblea - eventualità che sembrerebbe imporre nel ragionamento dell'Autrice il raggiungimento della maggioranza assembleare, salvo, allora, interrogarsi, a pag. 4, circa la natura d'un'investitura in tal guisa compiuta -, il tutto entro un quadro che pare avere a riferimento più ad una nomina basata sulla previsione d'un'apposita clausola statutaria, che contrattuale.

<sup>135</sup> V. K.W. RICHARDSON, S. HORN e F. PORTOLANO, *Board Observers Beware: A Discussion of Liabilities and Risks Facing Board Observers from a United States, Canadian, and Italian Law Perspective*, disponibile all'indirizzo <https://silo.tips/download/introduction-us-perspectives-kandace-w-richardson>; L. CALVOSA, *Corporate Governance, sostenibilità e dialogo con gli azionisti*, intervento al Convegno organizzato da ASSONIME, CONSOB e Comitato Corporate Governance su "Corporate governance, sostenibilità e dialogo con gli azionisti", Roma 27 Aprile 2023, disponibile all'indirizzo [https://www.consob.it/documents/1912911/2058255/20230428\\_Calvosa.pdf/91c1e0e6-1bee-d01a-cdf5-ac1e8b56b4a5?t=1685369446834](https://www.consob.it/documents/1912911/2058255/20230428_Calvosa.pdf/91c1e0e6-1bee-d01a-cdf5-ac1e8b56b4a5?t=1685369446834); I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., 2.

La giurisprudenza statunitense maggioritaria si mostra dell'opinione che il *Board Observer* non sarebbe onerato dell'osservanza dei medesimi doveri fiduciari, cui, di contro, sarebbero soggetti gli esponenti aziendali, poiché vi farebbe difetto il requisito - richiesto, invece, per quest'ultimi - d'una nomina diretta da parte della società. Sarebbe, anzi, proprio la mancanza di doveri fiduciari verso la società, una delle ragioni determinanti per le quali molti soggetti, temendo d'essere chiamati a rispondere da soci, creditori sociali e terzi in genere d'ipotizzabili responsabilità gestionali, preferiscano accettare il ruolo di *Board Observer*, anziché quello di componente l'organo d'amministrazione. L'insussistenza di doveri fiduciari da parte dell'Osservatore nei confronti della società dimostrerebbe, pertanto, a parere della dottrina prevalente, la non necessarietà d'una apposita previsione statutaria per far luogo alla sua nomina.

In giurisprudenza, v. US District Court for the Southern District of Florida - 95 F. Supp. 2d 1327 (S.D. Fla. 2000), 20 Aprile 2000, Banco Latino International, a United States corporation v. Gustavo A. Gomez Lopez, et. al., reperibile all'indirizzo <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp2/95/1327/2361609/>.

contratto) assumono una connotazione organizzativa esosocietaria, mentre nella seconda (nomina per statuto) possiedono una valenza strutturale endosocietaria <sup>136</sup>.

La diffusa affermazione sui mercati esteri della figura del *Board Observer* potrebbe, perciò, essere stata favorita dalla possibilità di giungere alla sua nomina per effetto d'un accordo separato sussistente tra società ed investitore, ovvero nel più vasto quadro d'uno *shareholder agreement* <sup>137</sup>. La limitata apparizione sul mercato interno della medesima figura potrebbe, invece, essere stata determinata dall'impossibilità di pervenire alla sua nomina, in difetto d'un'espressa previsione statutaria in tal senso. Bisogna, dunque, chiedersi se l'eventuale rinvenibilità d'un limite d'ordine giuridico immanente al sistema normativo italiano, che interdica la possibilità di nominare il *Board Observer* in assenza d'esplicita previsione contenuta negli statuti societari <sup>138</sup>, possa frenare lo spontaneo affioramento di tale figura,

---

Argg., altresì, *ex US Court of Appeals for the Seventh Circuit - 333 F.3d 832 (7th Cir. 2003), The Osler Institute, Inc. v. Lois Forde, 333 F.3d 832*, reperibile all'indirizzo <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F3/333/832/603072/>.

In dottrina, cfr. K.W.RICHARDSON, in *Board Observers Beware*, cit.

Nella prassi, v. THE CORPORATION LAW COMMITTEE OF THE ASSOCIATION OF THE BAR OF THE CITY OF NEW YORK, *The Enforceability*, cit., 1165.

Orientamento analogo è documentato, in merito al sistema giuridico irlandese, nella *Practical guide* pubblicata da KTI - KNOWLEDGE TRANSFER IRELAND -, cit., 7.

In Italia, I. POLLASTRO, *La figura dell'osservatore*, cit., 1, pone l'assenza di doveri fiduciari del *Board Observer* nei confronti della società in rapporto alla circostanza che non concorre all'assunzione delle decisioni dell'organo d'amministrazione, senza da ciò fare conseguire alcun'ulteriore conseguenza in punto di modalità di nomina.

<sup>136</sup> L'art. 2 del Codice di *Corporate Governance*, a motivo della preferenza accordata a composizioni degli organi amministrativi idonee ad allocare, nella maniera più simmetrica possibile a carico dei relativi attori, doveri, poteri e responsabilità, potrebbe formare un primo rappresentativo stimolo ad esplorare percorsi argomentativi, che possano consentire di pervenire ad annoverare il *Board Observers* - comunque nominato - tra gli attori operanti all'interno dell'organo d'amministrazione.

Argg. *ex F. RIGANTI, Consiglio d'amministrazione*, cit., 1527, il quale richiama l'attenzione sull'autodisciplina come utile parametro di riferimento, oltretutto esempio di buona *governance*, anche al di fuori dello schema di funzionamento delle società quotate.

<sup>137</sup> Allo *shareholder agreement* quale congegno privilegiato per giungere alla nomina del *Board Observer* sono dedicate le corpose linee guida elaborate dalla *Corporation Law Committee of the Association of the Bar of the City of New York*, titolate per l'appunto *The Enforceability and Effectiveness of Typical Shareholders Agreement Provisions*, cit.

<sup>138</sup> F. PORTOLANO, *Italian perspectives*, cit., a dispetto dell'iniziale invito a ricercare nei principi generali della legge, negli statuti societari e nella prassi operativa i criteri utili per orientare l'interprete nel fornire risposta al quesito circa l'eventuale compatibilità della figura del *Board Observer* con l'ordinamento giuridico italiano, successivamente pare subordinarne la possibilità della nomina esclusivamente alla condizione ch'essa sia comunque contemplata per statuto.

con la conseguenza di concorrere in tal modo a scoraggiare l'emersione di forme di finanziamento caratterizzate da esigenze imprenditoriali di natura transitoria, ponendosi così in un rapporto da causa ad effetto rispetto all'indubbia limitatezza di precedenti riscontrata nel panorama societario nazionale.

L'attenzione deve, quindi, spostarsi in direzione del terreno dell'esame degli accordi, che potrebbero arrivare allo scrutinio del giudice, chiamato in concreto a valutarne la legittimità, bilanciando l'autorità dell'ordinamento con la libertà delle parti; l'autonomia dei contraenti con la tipicità delle regole; la rigidità, infine, dei modelli organizzativi con la flessibilità delle soluzioni adottabili <sup>139</sup>.

Il contratto con cui potrebbe essere nominato il *Board Observer* dovrebbe, innanzitutto, riflettere i reciproci intenti generalmente avuti di mira dalla società finanziata, da una parte, e dall'investitore, dall'altra. Quest'ultimi, si sostanziano - in linea di massima - , nel perseguimento di provvisori propositi, nonché di circoscritti obiettivi <sup>140</sup> , coincidenti, normalmente, nello scopo di potere avere accesso, durante la propria fase d'espansione, ad un rapporto privilegiato con investitori, che abbiano conoscenza della medesima area d'attività, per la società finanziata; in quello, al contrario, di potere avere accesso ad informazioni aziendali essenziali, per controllare, senza intermediazioni, il rispetto delle condizioni poste a fondamento del finanziamento concesso, per l'investitore.

Temporaneità dei fini, e limitatezza degli intendimenti <sup>141</sup> sono le due particolarità che - ordinariamente - connotano la nozione codicistica di patto parasociale (art. 2341-*bis* c.c.) <sup>142</sup>.

---

<sup>139</sup> Cfr. L. CALVOSA, *Il board observer*, cit., 20.

<sup>140</sup> V. Statuto XENIA s.p.a., cit., che, all'art. 18.4, contempla la possibilità di nominare da uno a tre *Board Observers* nell'arco d'una finestra temporale fissata "A partire dal momento in cui le azioni emesse dalla Società siano negoziate in un sistema multilaterale di negoziazione e sino alla data di approvazione del bilancio della Società chiuso al 31 dicembre 2025".

<sup>141</sup> M.C. CASTRIOTA SCANDERBEG, sub art. 2341-*bis* c.c., in *Commentario romano al nuovo diritto delle società*, diretto da F. d'Alessandro, II, 1, Piccin, Padova, 2011, 133, sembrerebbe eccettuare dal perimetro d'applicazione della regolamentazione recata dall'art. 2341-*bis* c.c. gli accordi che, a cagione della brevità della loro durata, non siano suscettibili di spiegare sulla società, cui ineriscano effetti durevoli, fermo restando, ad avviso dell'Autrice che l'occasionalità capace d'escludere l'applicabilità della norma non sarebbe riferita al patto in sé, ma unicamente ai suoi effetti.

<sup>142</sup> A. PICCIAU, sub artt. 2341-*bis*-2341-*ter* c.c., in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi e M. Notari, Giuffrè, Milano, 2007, 325, rimarca

Il contratto con il quale potrebbe essere nominato il *Board Observer* potrebbe, in tal modo, divenire ideale terreno d'elezione per la disciplina di indirizzi gestionali programmatici<sup>143</sup>, e di assetti proprietari conseguenti ad una specifica situazione contingente, generata dall'affioramento di determinati interessi, nonché dall'emersione di speciali motivi di distribuzione partecipativa. Tale contratto potrebbe, perciò, contribuire alla definizione di patto parasociale<sup>144</sup>, qualora qualificato come qualsiasi convenzione collaterale all'atto costitutivo, con cui due o più soci - ovvero soci e componenti degli organi sociali<sup>145</sup> o, più raramente, soci e terzi estranei alla società - regolano, in maniera complementare o divergente in

---

come gli artt. 2341-bis e 2341-ter c.c. abbiano fornito formale riconoscimento anche nel campo delle società non quotate ai patti parasociali, per quanto la loro portata precettiva sia rivolta fondamentalmente ai soli profili concernenti la durata e la pubblicità dei patti parasociali, restando, dunque, sotto la lente degli interpreti le questioni connesse alla loro liceità in considerazione dell'oggetto e degli intenti perseguiti.

M.C. CASTRIOTA SCANDERBEG, sub art. 2341-bis c.c., cit., 127, in ordine all'intervento normativo operato dalla legge di Riforma del Diritto societario con l'introduzione nell'ordinamento giuridico nazionale dei patti parasociali, riscontra come regolamentare alcuni tipi di patti parasociali, e disciplinarne alcuni aspetti non potrebbe non volere sottintendere che i patti parasociali - intesi come regolamentazione extra-statutaria dei diritti e dei doveri dei soci - non potrebbero per ciò solo essere considerati illegittimi. Ciò, a giudizio dell'Autrice, non equivarrebbe ad assegnare alla legge di Riforma l'intenzione di legittimare genericamente tutti i possibili accordi rientranti nella nozione di "patto parasociale", quanto piuttosto a riconoscere alla medesima legge la volontà di disciplinare limitatamente solo determinate categorie d'accordi, e solo in rapporto a taluni aspetti specifici - cioè durata e pubblicità -, lasciando in tal modo ancora una volta la valutazione in relazione alla legittimità di altri tipi di accordi parasociali, e - segnatamente - delle singole clausole, all'analisi giurisprudenziale.

<sup>143</sup> M. BIANCA, *Il Board Observer*, cit., rammenta che l'indicazione d'un *Board Observer* compare frequentemente in pattuizioni parasociali c.d. "di gestione".

<sup>144</sup> A parere di G. LEOGRANDE, sub artt. 2341-bis-2341-ter c.c., cit., 96, non sussisterebbero dubbi in riferimento alla natura contrattuale dei patti parasociali, nonché alla riconducibilità degli stessi nell'alveo dei contatti atipici.

<sup>145</sup> G. RESCIO, *Gli strumenti di controllo: i patti di sindacato*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, 66, con riguardo al sistema dualistico, differenzia tra l'evenienza nella quale il socio sindacato non faccia parte dell'organo sociale, rispetto cui l'accordo sarebbe ammissibile dal momento che avrebbe ad oggetto la promessa del fatto del terzo, da quello nel quale l'azionista sindacato faccia parte dell'organo sociale, situazione questa che renderebbe inammissibile il patto, giacché contraria al principio secondo cui i componenti degli organi sociali non possono condizionare il proprio operato al rischio d'esporsi a conseguenze risarcitorie per l'inadempimento di promesse extra-sociali. Analoga situazione d'incompatibilità è, inoltre, scorta dall'Autore nell'eventualità nella quale il componente degli organi sociali sia formalmente terzo in confronto all'azionista, che ha stipulato l'accordo parasociale, ma sia a questo legato da rapporti giuridici (ad esempio, in quanto amministratore o lavoratore subordinato della società azionista), tali da esporlo a personale responsabilità in ipotesi di violazione della promessa contratta in via parasociale.

confronto alle previsioni statutarie, rapporti ed obblighi discendenti dal contratto sociale e dal tipo di società prescelto <sup>146</sup>. Più dettagliatamente, il contratto per effetto del quale verrebbe nominato il *Board Observer* potrebbe integrare caratteristiche comuni ad ogni accordo volto a disciplinare opzioni d'investimento o preferenze d'organizzazione della società <sup>147</sup>, che non s'intendono, ovvero non si possono allocare nello statuto, poiché fornenti soluzione ad istanze contingenti delle parti che l'hanno concluso, accomunate nel concreto per comunità d'interessi, nonché di propositi riferiti all'esercizio dell'attività sociale <sup>148</sup>. Tale contratto, in particolare, dovrebbe essere fatto rientrare nel novero degli accordi di collaborazione, cioè di quegli accordi ch'esigono l'intervento di tutti i soci, in quanto funzionali all'indispensabile strumentalità dei patti rispetto agli accordi <sup>149</sup>.

La possibilità di nominare il *Board Observer* sulla scorta d'un patto parasociale potrebbe concorrere ad erodere le residue resistenze al già profondamente minato assiomatico contrasto degli accordi volti a ridistribuire e regolamentare in sede extra-statutaria i poteri derivanti dalla qualità di socio <sup>150</sup> con i principi cardine del diritto societario, imponendo, per tale via, una rapida elaborazione del rapporto intercorrente tra l' "emergente" vincolo contrattuale e l' "esistente" sistema societario <sup>151</sup>.

---

<sup>146</sup> S'esprime esattamente nei termini condivisi nel testo N. ABRIANI, *L'assemblea*, in *Trattato di Diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV, 1, CEDAM, Padova, 2010, 539 ss.

V., altresì, L. CALVOSA, cit., 36.

<sup>147</sup> Sulla possibilità di regolare in forza di patti parasociali il funzionamento dell'organo amministrativo, v. B. LIBONATI, *Il governo del consiglio di amministrazione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 42; B. VISENTINI, *I sindacati di voto: realtà e prospettive*, in *Riv. soc.*, 1988, 11 ss.

<sup>148</sup> Cfr. B. LIBONATI, *Corso di diritto commerciale*, Giuffrè, Milano, 2009, 250.

<sup>149</sup> Argg. ex A. PICCIAU, sub artt. 2341-bis-2341-ter c.c., cit., 350.

<sup>150</sup> M.C. CASTRIOTA SCANDERBEG, sub art. 2341-bis c.c., cit., 124, ricorda che, anteriormente all'introduzione nel Codice Civile dell'art. 2341-bis c.c., la giurisprudenza aveva registrato anche atteggiamenti di fermo disfavore in merito alla liceità di accordi mediante cui i soci pretendessero di garantire il soddisfacimento d'interessi distinti da quello comune consacrato nell'art. 2247 c.c., quasi a volere riconoscere all'acquisto della qualità di socio un significato abdicativo in rapporto ad ogni possibile interesse strettamente individuale del socio stesso che non fosse mera conseguenza indiretta della realizzazione del proponimento comune.

<sup>151</sup> V. D. PISELLI, *I patti parasociali tra diritto dei contratti e diritto societario*, nota a Cass. 20 giugno 2006, n. 1426, in *Soc.*, 2007, 1111, il quale rileva come la giurisprudenza successiva alla legge di Riforma, ormai superata la necessità di motivare l'ammissibilità astratta della fattispecie parasociale, si soffermi sui profili concreti degli accordi sottoposti al suo esame, alla luce della disciplina generale in materia di contratti.

Il diritto del *Board Observer* ad essere convocato alle sedute dell'organo d'amministrazione previsto con il patto, con cui se ne abilita la nomina, potrebbe, in tale eventualità, trovare il proprio inquadramento funzionale all'interno del regolamento di funzionamento dell'organo amministrativo, del quale usualmente le società di maggiori dimensioni si dotano <sup>152</sup>. Gli assetti, del resto, consistono nella procedimentalizzazione dell'organizzazione aziendale, strumentale alla creazione d'un sistema di coordinamento, nonché d'integrazione delle corrispondenti operazioni, in funzione della preventiva pianificazione delle modalità di svolgimento dell'attività imprenditoriale <sup>153</sup>. Estensivamente, pertanto, gli assetti potrebbero ricomprendere, oltre l'organizzazione dell'impresa, anche l'organizzazione societaria, raffigurata quale insieme delle regole di funzionamento degli organi interni della società <sup>154</sup>.

L'impianto concettuale appena prospettato potrebbe, allora, giovare a diradare il timore prima esternato secondo cui, ogniqualvolta la nomina del *Board Observer* sia convenuta per contratto, quest'ultimo sarebbe opportuno venisse giudicato alla stregua d'un patto parasociale, che sarebbe utile potesse coinvolgere tutti i soci. Ciò in quanto tale impostazione teorica potrebbe costituire un contributo idoneo a disincentivare l'ipotesi - in precedenza non scartata - che alcuni soci possano fare strumentalmente ricorso alla possibilità offerta dall'art. 2388, IV comma, d'impugnare le deliberazioni dell'organo d'amministrazione considerate lesive dei propri diritti, perché asseritamente proprie al soggetto titolare del diritto alla nomina del *Board Observer*.

---

<sup>152</sup> V. L. CALVOSA, cit., 37.

<sup>153</sup> V. E. GINEVRA, *Tre questioni applicative in tema di assetti adeguati nella s.p.a.*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2021, I, 553; A. PRESCIANI, *Assetti organizzativi d'impresa*, in *Dig. disc. priv. sez. comm.*, IX Agg., UTET, Milano, 2022, 4.

<sup>154</sup> V. M. LIBERTINI, *Principio di adeguatezza organizzativa e disciplina dell'organizzazione delle società a controllo pubblico*, in *Giur. comm.*, 2021, 8; P. BASTIA-E. RICCIARDIELLO, *Gli adeguati assetti organizzativi funzionali alla tempestiva rilevazione e gestione della crisi: tra principi aziendali e scienza aziendale*, in *Banca e impresa*, 2020, 3, 369.