

ARTICOLI

La riforma del TUF e il tramonto del divieto di interlocking directorates

MIA CALLEGARI

Professoressa Ordinaria di Diritto commerciale
Università di Torino

Dialoghi di Diritto dell'Economia

Rivista diretta da

Danny Busch, Raffaele Lener, Roberto Natoli, Andrea Sacco Ginevri,
Filippo Sartori, Antonella Sciarrone Alibrandi

Direttore editoriale

Andrea Marangoni

Coordinatore editoriale

Francesco Petrosino

Direttori di area

Attività, governance e regolazione bancaria

Prof. Alberto Urbani, Prof. Diego Rossano, Prof. Francesco Ciraolo, Prof.ssa Carmela Robustella, Prof. Gian Luca Greco, Prof. Federico Riganti, Dott. Luca Lentini, Dott. Edoardo Cecchinato, Dott.ssa Angela Galato

Mercato dei capitali finanza strutturata

Prof. Matteo De Poli, Prof. Filippo Annunziata, Prof. Ugo Malvagna, Prof. Alain Pietrancosta, Prof.ssa Paola Lucantoni, Dott.ssa Anna Toniolo

Assicurazioni e previdenza

Prof. Paoloefisio Corrias, Prof. Michele Siri, Prof. Pierpaolo Marano, Prof. Giovanni Maria Berti De Marinis, Prof. Robert Merkin, Prof.ssa Kyriaki Noussia, Dott. Massimo Mazzola

Contratti di impresa, concorrenza e mercati regolati

Prof.ssa Maddalena Rabitti, Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof.ssa Maddalena Semeraro, Prof.ssa Mariateresa Maggiolino, Dott. Gianpaolo Panetta

Diritto della crisi di impresa e dell'insolvenza

Prof. Aldo Angelo Dolmetta, Prof. Gianluca Mucciarone, Prof. Francesco Accettella, Dott. Antonio Didone, Prof. Alessio di Amato, Prof. Ignacio Tirado

Fiscalità finanziaria

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

Istituzioni dell'economia e politiche pubbliche

Prof.ssa Michela Passalacqua, Prof. Francesco Moliterni, Prof. Giovanni Luchena, Dott.ssa Stefania Cavaliere, Dott. Lorenzo Rodio Nico

Criteri di Revisione

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

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

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

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

La riforma del TUF e il tramonto del divieto di interlocking directorates

MIA CALLEGARI

Professoressa Ordinaria di Diritto commerciale
Università di Torino

Negli interessantissimi convegni "a caldo" sulla Riforma del TUF, organizzati da Raffaele Lener e da Paola Lucantoni - che ringrazio davvero per questo invito di cui sono onorata - non poteva mancare una sessione dedicata all'interlocking. Un tema da sempre oggetto di particolare attenzione nel contesto del mercato italiano e di una disciplina peculiare, che ha sempre acceso un intenso dibattito sulla opportunità della sua ratio e sulla positività o meno dei suoi effetti.

I) Parlare del divieto di *interlocking* ex art.36 d.l. 201/2011 (convertito nella legge n.214/2011) significa parlare di un'anomalia, di un'eccezione.

La norma, come sappiamo, è nata in un contesto eccezionale e si inserisce in un ambito applicativo settoriale e speciale, per quanto ampio, ovvero il mondo creditizio, assicurativo e finanziario.

Essa fu infatti introdotta in tutta fretta con il primo decreto del Governo Monti, nominato sul finire del 2011 per affrontare la crisi finanziaria, e fa divieto ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare cariche analoghe in imprese o gruppi di imprese concorrenti. Coerentemente con i principi antitrust europei e nazionali, gli *Interlocking Directorates* tra imprese appartenenti al medesimo gruppo non ricadono nell'applicazione del divieto (2° comma).

Si tratta di una disposizione criticata e nel tempo assoggettata a progressiva erosione, attraverso le linee interpretative emanate da Banca d'Italia, Consob e IVASS, d'intesa con AGCM, nel 2012, 2018 e nel 2024 al fine di circoscriverne l'ambito di applicazione esclusivamente ai casi di intrecci di cariche tra imprese di dimensioni potenzialmente in grado di assumere rilievo sotto il profilo della tutela della concorrenza e allineare nel

tempo tali criteri alle evoluzioni normative in materia antitrust.

Al di là di questa progressiva evoluzione, se ne sono in ogni caso da sempre criticate la necessità, la formulazione e gli effettivi spazi applicativi.

II) Naturale che, di fronte a tale dibattito, e a una sostanziale contrapposizione tra Autorità Antitrust e Bankitalia e ABI, un ripensamento fosse auspicato e sia puntualmente arrivato, nell'alveo della delega contenuta nell'art.19 Legge Capitali, sotto uno dei mantra di questa riforma, ovvero la semplificazione degli oneri di *compliance*.

A) Quali sono a una prima lettura le novità del testo contemplato dall'art. 8 dello Schema di Decreto recante attuazione della delega di cui all'art.19 Legge Capitali⁰¹?

Una prima novità riguarda la limitazione dei soggetti destinatari del divieto: dai "titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo" vengono infatti **espunti "i componenti degli organi di controllo"**. La giustificazione, esplicitata peraltro dalla relazione illustrativa, è che "i componenti degli organi di controllo non concorrono all'esercizio della gestione sociale, ma si limitano a vigilare e controllare". L'intento è condivisibile e risponde alle critiche inerenti all'eccessiva ampiezza dei destinatari del divieto, che hanno sempre caldeggiato più in generale una limitazione o una diversa considerazione anche dei titolari di cariche non esecutive. **La soluzione si collega anche a un rinnovato favor per la figura sindacale**, il cui ruolo nella *governance societaria* è stato ridisegnato nel senso di una maggiore centralità (limitazione di responsabilità, nuovi e più penetranti poteri anche in caso di crisi, sindaco di gruppo).

Seconda novità è che il divieto viene circoscritto anche dal punto di vista oggettivo: il divieto riguarda l'assunzione o l'esercizio di analoghe cariche in imprese concorrenti – espressione che rimane immutata – o **"in capogruppo di gruppi cui appartengono imprese concorrenti"** – in luogo di **"o gruppi di imprese concorrenti"**. **Qui è evidente che la modifica incide in modo significativo restringendo gli effetti applicativi del divieto**, recependo almeno in parte, una critica di fondo che era stata rivolta all'attuale art. 36, ovvero quella di contenere un **divieto orizzontale**, prescindendo da ogni valutazione circa la sussistenza di un effettivo rapporto di concorrenza (Ghezzi). **La riforma consente dunque già di escludere dall'applicazione del divieto il cd. Interlocking settoriale, piuttosto criticato in quanto ingiustificato dalla sussistenza di un concreto rapporto concorrenziale.**

Ultima novità: il comma 3 che inserisce direttamente nella norma la soglia di rilevanza ai fini dell'applicazione del divieto, indicandola nel fatturato totale realizzato individualmente dall'impresa a livello nazionale superiore al decuplo della soglia individuata dall'art. 16, co.1 L. 287/90 per la valutazione delle operazioni di concentrazioni tra imprese a fini antitrust (suscettibile di periodici aggiornamenti).

⁰¹ La presente Relazione tiene conto dell'art. 8 Schema Decreto recante attuazione della delega di cui all'art.19 Legge Capitali. Come noto, nel testo definitivo del d. Lgs. 27 marzo 2026, n.47, l'art. 8 abroga l'art. 36 d.l. n.201/2011, convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n.214.

Anche sotto questo profilo, la novella recepisce più suggestioni. Da un lato, esprime la necessità di non applicare il divieto alle imprese più piccole e con impatto locale, non suscettibili di incidere sulla concorrenza, in linea con quanto già evidenziato nelle citate Comunicazioni delle autorità di vigilanza e portato ora direttamente a livello normativo. Dall'altro, risponde a un'esigenza di allineamento e uniformazione ai criteri e alle soglie applicate in materia antitrust.

Mi sia consentito un inciso. Questo passaggio ha una rilevanza anche storica e comparatistica. Il divieto di *Interlocking Directorates* si ispira come noto alla disciplina ultracentenaria statunitense, che tuttavia ha come presupposto un rapporto di concorrenza diretta tra imprese, in mancanza del quale non pare esservi ragione che possa giustificare un divieto assoluto e permanente *ex ante*. Vi è quindi un allineamento che giustificerebbe la permanenza del divieto, così ridimensionato.

L'art. 36, nel testo proposto dall'art. 8 dello Schema Decreto, non è oggetto di altre proposte di modifica, sicché la regolamentazione del procedimento sanzionatorio e delle sanzioni ne risulterebbero invariati.

B) È sufficiente la proposta di riforma contenuta nell'art.8 dello Schema Decreto? È opportuna l'integrale abrogazione del divieto?

Queste le domande che agitano il dibattito in questi giorni e di fronte alle quali assumono particolare rilievo alcune prime reazioni "istituzionali", che propendono per soluzioni divergenti.

In data 25.2.2026 le Commissioni 2 (Giustizia) e 6 (Finanze e Tesoro) esprimono parere favorevole rispetto all'art.8, ma suggeriscono al Governo di "valutare l'opportunità di abrogare integralmente il divieto di *interlocking*. La posizione si pone sulla scia dell'Audizione di ABI in data 5 dicembre 2025 - che aveva sottolineato la necessità di allineamento alle regole europee, eliminando un significativo disallineamento competitivo tra l'Italia e gli altri Paesi membri, e dell'Audizione della Vigilanza Bancaria della Banca d'Italia (Siani) in data 25.11.2025, per cui l'attuale disciplina prudenziale sull'idoneità degli esponenti aziendali viene ritenuta sufficiente presidio per il perseguimento degli obiettivi cui è finalizzato il divieto.

In posizione contrapposta, in un'intervista in data 26.2.2026, il Capo di Gabinetto dell'Antitrust, Giovanni Calabrò, ha ricordato l'importanza e gli effetti positivi del divieto "con effetti pro-concorrenziali anche sulle condizioni praticate alla clientela" e ha invitato a non indebolire il presidio concorrenziale.

Mi permetto di aggiungere alcune suggestioni in ordine sparso sui pro e i contro di questa contrapposizione.

Se il divieto di *interlocking*, come abbiamo visto nell'accennare alla *ratio* della sua introduzione, nasce da un preciso contesto, allora dobbiamo chiederci se il contesto è ancora attuale o se è mutato e, quindi, se l'attuale contesto richieda ancora un divieto, seppure in qualche modo significativamente circoscritto.

È cosa nota che l'introduzione del divieto fu uno dei cavalli di battaglia dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato negli anni 2008-2010 anche in funzione anticrisi. Un'Indagine Conoscitiva dell'Antitrust sulla *corporate governance* di banche e assicurazioni del 2008 (IC36) aveva posto in evidenza come, sulla base di un campione misto (banche, assicurazioni e SGR), oltre **l'80% dei gruppi analizzati (il 96% in termini dimensionali) presentasse incarichi incrociati**, con possibili effetti di attenuazione della competizione. **Un fenomeno tutto italiano:** nel contesto europeo, l'*interlocking* era inesistente in Spagna e Olanda e si attestava su percentuali dal 25 al 45% in Francia, Germania e Gran Bretagna. Alcuni tra i principali gruppi bancari e assicurativi (Unicredit, Intesa, Generali Premafin, UBI) potevano contare da 13 a 16 membri di propri organi di amministrazione e controllo contemporaneamente presenti negli organi di governo di almeno una società appartenente a un gruppo considerato "concorrente".

Alla base dell'introduzione del divieto vi è dunque questo **carattere relazionale del capitalismo italiano, ritenuto endemico e pervasivo**, e capace di indurre situazioni cd. di *quiet life* e, dunque, di non belligeranza tra le imprese coinvolte.

La norma è stata efficace?

I dati successivi alla sua introduzione, quindi post 2011, confermano che non si riscontrano più legami rilevanti tra i principali gruppi, come dettagliatamente illustrato da Ghezzi e Picciau in un'analisi delle strutture di *governance* compiuta nel 2020 sul campione dei 25 principali gruppi bancari operanti in Italia. Inoltre, non sfugge la rilevanza di altre interessanti ricostruzioni, da cui emergono **effetti pro-concorrenziali anche sulle condizioni praticate alla clientela**. Mi riferisco alla ricerca Barone-Schivardi-Sette pubblicata nel 2020 e poi aggiornata nel luglio 2025, che accerta una **significativa riduzione dei tassi sui prestiti e un lieve incremento dei prestiti erogati post divieto**.

Da un lato, è dunque evidente che la norma ha raggiunto il suo **obiettivo intermedio**.

Ora, se il rischio collusivo pare rientrato, si può ritenere ex post che l'attuale complessivo quadro offerto in materia dai presidi della disciplina antitrust e, se vogliamo, anche dei principi generali in tema di *governance* (artt. 2390 e 2391 c.c.) e delle regole della concorrenza e dei segreti, possano offrire correttivi più che sufficienti rispetto al rischio di legami personali tra gli organi di amministrazione.

Si è infatti giustificata l'introduzione di uno strumento *ex ante* quale correttivo rispetto a un fenomeno radicato e diffuso, che tuttavia adesso appare reciso.

C'è solo un elemento nell'attuale contesto che forse potrebbe giustificare la permanenza di un divieto calmierato: i processi di ristrutturazione e concentrazione negli ultimi anni hanno più che dimezzato le banche operanti nel nostro paese e il numero di incarichi astrattamente conferibili (se nel 2010, le imprese rientranti nei primi 25 gruppi bancari italiani erano 130 con 2060 incarichi; nel 2018, erano solo più 58 con 846 incarichi), cui si aggiunge la diminuzione del numero dei componenti dei consigli di amministra-

zione delle banche, rilevata nelle ultime relazioni annuali sulla *corporate governance*. Si tratta tuttavia di fenomeni che si sono affermati proprio in costanza di un divieto ben più ampio e che quindi appaiono svincolati dall'esistenza del divieto, anche se non è da escludersi che, in caso di soppressione del divieto, legami personali in un mercato fortemente regolato e piuttosto concentrato possano determinare effetti restrittivi di rilevante impatto competitivo.

Del resto, le esperienze di divieti permanenti di *interlocking directorates* sono rare a livello internazionale: oltre a quella statunitense (Sect. 8 Clayton Act), si citano il Giappone, la Corea del sud e la Thailandia, non senza porre in evidenza la profonda diversità storica ed economica dei contesti di introduzione della normativa. È da notare poi che, con particolare riferimento al modello statunitense, e senza poter scendere nel dettaglio, che proprio il settore bancario è oggetto di una regolamentazione separata (il cd. Money Trust), in base alla quale le banche possono richiedere di essere esentate dal divieto.

A livello europeo, al di fuori dell'isolato caso italiano, le criticità in tema di *interlocking* sono normalmente affrontate attraverso la normativa sulla concorrenza. A ciò si aggiunga che, anche nel contesto interno, nei settori in cui il divieto non opera, diversi sono gli effetti positivi dell'*interlocking* per le imprese, in termini di maggiore capitalizzazione di mercato e di livelli positivi in termini di vendite e asset, con *performance* più elevata nel breve periodo e una migliore valutazione da parte dei mercati. In alcuni contesti, l'*interlocking* è anche visto come uno strumento per creare rete, per gestire criticità imprenditoriali e per condividere risorse e competenze gestionali che potrebbero rivelarsi trainanti rispetto alla lamentata obsolescenza del mercato italiano.

Un'ultima notazione. In contrasto con uno dei timori diffusi in relazione all'introduzione dell'art.36 d.l. n. 201/2011, cioè una riduzione del livello di competenze ed esperienza negli organi di amministrazione e di controllo, mi pare che invece l'esperienza del divieto di *interlocking directorates* si collochi in un *trend* opposto e, per il vero positivo, per le imprese, in cui rientrano la disciplina sulle quote di genere e sui limiti al cumulo di incarichi. Un *trend* volto a indurre ad ampliare il novero delle candidate e dei candidati considerati per le singole posizioni, nell'ottica di incrementare la *diversity* dei componenti degli organi sociali, intesa come un valore in termini di efficienza della governance e in linea con una concezione di governance sostenibile.

In conclusione, i tempi sono chiaramente ormai maturi per il tramonto del divieto⁰², ma è comunque auspicabile che permanga l'attenzione alla tutela della *diversity* all'interno degli organi sociali e alla riduzione dei fenomeni di *path dependence* che hanno spesso portato a proporre e nominare i "soliti noti".

⁰² Successivamente al Convegno, l'art. 8 del d. Lgs. 27 marzo 2026, n.47 ha abrogato l'art. 36 d.l. n.201/2011, convertito con modificazioni dalla legge 22 dicembre 2011, n.214.

Breve bibliografia

G. BARONE – F. SCHIVARDI – E. SETTE, *Interlocking directorates and Competition in Banking*, in *The Journal of Finance*, vol. 80, issue 4, 1963ss.; A. BENOCCI, *le novità del progetto di riforma del mercato dei capitali in materia di collegio sindacale*, in *Ristrutturazioni Aziendali*, 2025; S. BRUGNOLI, *il divieto di interlocking nel decreto salva Italia. Analisi normativa e criteri per l'applicazione*, in *Rivista delle Società*, 2015, 425ss.; M. CERA, *Interlocking directorates nelle società bancarie, finanziarie e assicurative: evoluzioni e problemi*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2010, 276; S. CORSO, *Gli interessi "per conto di terzi" degli amministratori di società per azioni*, Torino, 2016, 149ss.; M. FILIPPELLI, *Interlocking directorates e segreti commerciali*, in *Aida*, 2024, 67ss.; F. GHEZZI, *Legami personali tra intermediari finanziari e diritto della concorrenza. Sull'opportunità di introdurre uno specifico divieto "anti-interlocking" nell'ordinamento italiano*, in *Riv. Soc.*, 2010, 997ss.; F. GHEZZI – C. PICCIAU, *Il divieto di interlocking nel settore finanziario: spunti da un'analisi empirica sui principali 25 gruppi bancari italiani*, in *Riv. Soc.*, 2020, 1659ss.; R. LENER – P. LUCANTONI, *Il mercato finanziario*, Torino, 2024; S. MAURUTTO, *Beyond the shadow of interlocking directorates: minacce e opportunità di un trapianto giuridico parziale*, in *ilcaso.it*, 2022; P. MONTALENTI, *Amministrazione e controllo nella società per azioni tra codice civile e ordinamento bancario*, in *Banca borsa e titoli di credito*, 2015, 707ss.; R. SANTAGATA, *I legami personali negli organi amministrativi delle società tra autonomia privata e regole di mercato*, Torino, 2012 (in cui si veda in part. il capitolo di M. MIOLA (Interlocking directorates e doveri degli amministratori)); R. SANTAGATA, *I criteri per l'applicazione del divieto di interlocking directorates nei mercati bancari, finanziari ed assicurativi*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2013, 241ss.; F. THEPOT, *Interlocking Directorates in Europe: An Enforcement Gap*, in M. CORRADI – J. NOWAG (a cura di), *Intersections between Corporate and Antitrust Law*, Cambridge University Press, 2023, 190ss.