

Data di pubblicazione: 17 luglio 2026

GIANPAOLO PANETTA* e ANTONIO DI CIOMMO**

*Il ventottesimo ordinamento societario e l'integrazione del
mercato interno: armonizzazione selettiva, statuto della
partecipazione e limiti di tecnica normativa nella proposta EU
Inc.****

*The 28th regime and the integration of the internal market:
selective harmonisation, the shareholding legal framework, and
the limits of regulatory technique in the EU Inc. proposal*

ABSTRACT: La proposta di regolamento sulla EU Inc. istituisce un ventottesimo ordinamento societario opzionale, fondato sull'art. 114 TFUE. Il contributo ne verifica la funzione ai fini dell'integrazione del mercato interno, mostrando che la finalità prevalente è la promozione

* Dottore di ricerca, Università di Roma Tor Vergata.

** Dottore di ricerca, Università di Roma Tor Vergata.

*** Per quanto il presente elaborato sia frutto di riflessioni comuni, i paragrafi 1, 3, 4, 7 e 8 sono attribuibili al Dott. Gianpaolo Panetta e i paragrafi 2, 5 (con i relativi sottoparagrafi) e 6 al Dott. Antonio Di Ciommo.
Contributo sottoposto a referaggio.

della finanziabilità dell'impresa innovativa, non l'integrazione del mercato dei capitali. Si esamina, inoltre, la tecnica dell'armonizzazione selettiva, imperniata sulla clausola di rinvio residuale agli ordinamenti nazionali di cui all'art. 4 e lo statuto della partecipazione. Il confronto con il Rapporto Letta e con il modello del *Code européen des affaires* rivela un ridimensionamento dell'ambizione originaria. La EU Inc. appare, in conclusione, uno strumento utile ma parziale, inidoneo, da solo, a realizzare un mercato europeo unitario del capitale e per l'attività d'impresa.

The proposal for a regulation on the EU Inc. establishes an optional 28th regime, grounded on Article 114 TFEU. The article delves its function for the purposes of promoting the integration of the internal market, showing that its prevailing purpose is promoting the readiness to be financed by innovative companies, not capital-market integration. It further considers the technique of selective harmonisation, centred on the clause on subsidiary application of national laws contained in Article 4 and the shareholding legal framework. The comparison with the Letta Report and the *Code européen des affaires* model reveals a scaling-back of the original ambition. The EU Inc. thus appears as a useful but partial instrument, unable on its own to bring about a unified European market for both capitals and business activities.

PAROLE CHIAVE: diritto societario; ventottesimo regime societario; armonizzazione selettiva; integrazione del mercato interno; EU Inc.

KEYWORDS: company law; 28th regime; selective harmonisation; internal market integration; EU Inc.

SOMMARIO: 1. Premessa. – 2. Oggetto e struttura della proposta. – 3. La finalità prevalente: la finanziabilità dell'impresa, non l'integrazione del mercato. – 4. L'armonizzazione selettiva e la clausola di rinvio al diritto nazionale. – 5. Lo statuto della partecipazione: classi, voto plurimo e dematerializzazione. – 5.1. (Segue): il regime del finanziamento e il superamento del capitale. – 5.2. (Segue): la circolazione della partecipazione non integralmente liberata. – 5.3. (Segue): la codificazione europea della *business judgment rule*. – 6. I rapporti con i terzi e l'insufficienza del regolamento quale strumento di piena integrazione del mercato. – 7. Il confronto con il Rapporto Letta e con il modello del Code européen des affaires. – 8. Considerazioni conclusive.

1. Premessa

L'esame della proposta di regolamento sul *28th regime corporate legal framework – EU Inc.*¹ richiede di muovere da un rilievo preliminare di

¹ Si tratta della proposta di regolamento del Parlamento europeo e del Consiglio recante un quadro giuridico societario armonizzato per il ventottesimo regime societario, COM(2026) 321 final, del 18 marzo 2026, procedura legislativa ordinaria 2026/0074(COD), accompagnata dalla comunicazione della Commissione *Towards a 28th regime for EU companies*, COM(2026) 320 final, dalla raccomandazione C(2026) 1800 sulla definizione di *imprese innovative, start-up e scale-up* innovative e dai documenti di lavoro dei servizi della Commissione SWD(2026) 321 e 322 (*Impact Assessment*). Sul piano del dibattito europeo, le posizioni si sono polarizzate fin dalle settimane precedenti alla pubblicazione: nettamente critici L. ENRIQUES, C.A. NIGRO, T.H. TRÖGER, *Why the 28th Regime Proposal Falls Short of Europe's Challenge*, in *Oxford Business Law Blog*, 19 marzo 2026 (reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/03/why-28th-regime-proposal-falls-short-europes-challenge>); in posizione mediana W.-G. RINGE, *EU Inc: Why Startups Gain – and Venture Capital Hesitates*, in *Oxford Business Law Blog*, 30 marzo 2026 (reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/03/eu-inc-why-startups-gain-and-venture-capital-hesitates>) e M.

metodo. L'oggetto dell'analisi non può essere individuato nella sola descrizione del nuovo tipo sociale europeo, né nella mera constatazione dell'intento semplificatorio perseguito dalla Commissione. L'interrogativo decisivo riguarda, piuttosto, la funzione sistematica che il ventottesimo ordinamento sarà chiamato a svolgere nel quadro dell'integrazione del mercato interno.

Occorre indagare se l'iniziativa sia diretta principalmente a rimuovere le divergenze normative che ostacolano la raccolta del capitale di rischio, oppure quelle che ostacolano la piena operatività transfrontaliera dell'impresa nei mercati di riferimento, ovvero se essa persegua entrambe le finalità. La distinzione condiziona il giudizio sulla coerenza tra obiettivi dichiarati, contenuto della proposta, base giuridica prescelta e tecnica di armonizzazione concretamente adottata.

La comunicazione sulla Savings and Investments Union (SIU) colloca l'intervento entro una strategia di mobilitazione del risparmio verso

VENTORUZZO, *Welcome EU Inc!*, in *Oxford Business Law Blog*, 2 aprile 2026 (reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/04/welcome-eu-inc>), il quale individua nelle «tre C» – *completeness, convenience, coherent interpretation* – le condizioni di successo del nuovo tipo. Per la critica radicale alla qualificazione della proposta come effettivo ventottesimo regime cfr. L. GARICANO, U. MALMENDIER, *Die Rechtsform EU Inc. landet als Bettvorleger*, in *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 15 marzo 2026 (reperibile al seguente link: <https://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/mehr-wirtschaft/gastbeitrag-die-rechtsform-eu-inc-landet-als-bettvorleger-accg-110853980.html>) e IID., «*Si l'Europe n'est pas aujourd'hui capable de créer une véritable société supranationale, elle ne le fera jamais*», in *Le Monde*, 16 marzo 2026 (reperibile al seguente link: https://www.lemonde.fr/idees/article/2026/03/16/si-l-europe-n-est-pas-aujourd-hui-capable-de-creer-une-veritable-societe-supranationale-elle-ne-le-fera-jamais_6671449_3232.html?srsltid=AfmBOoq0isj3JTYf09-jL8bSpLU1gCtd18gNRIeryDIS1oJrvVhJ8kOd). Sul piano dei lavori istituzionali europei v. A. SANDERS, *The Scope of the 28th Regime. A legal framework for innovation the European way*, In-Depth Analysis requested by the JURI Committee, PE 776.311, 2025; J.S. MARCUS, A. THOMADAKIS, *Identification of hurdles that companies, especially innovative start-ups, face in the EU justifying the need for a 28th Regime*, In-Depth Analysis requested by the JURI Committee, PE 775.947, 2025.

investimenti produttivi e di superamento della frammentazione dei mercati dei capitali². Nella medesima prospettiva, la comunicazione *Towards a 28th regime for EU companies* presenta la proposta EU Inc. come la pietra angolare di una risposta regolatoria che dovrebbe rendere più agevole l'avvio, la crescita, il finanziamento e, se del caso, la liquidazione dell'impresa innovativa nell'Unione. Tuttavia, una lettura più accorta della proposta conferma che il nucleo dell'intervento è collocato sul terreno del diritto societario e non su quello della disciplina generale dei rapporti esterni dell'impresa o dell'accesso unitario al mercato europeo dei capitali. Mette conto notare, peraltro, come la proposta giunga in un momento di particolare densità della produzione normativa unionale in materia di diritto dell'impresa. Si pensi, per richiamare soltanto i provvedimenti più rilevanti, alla direttiva (UE) 2024/2810 sulle azioni a voto plurimo per le società che chiedono per la prima volta l'ammissione alle negoziazioni nei sistemi multilaterali di negoziazione³, al pacchetto *Listing Act* del 2024, al

² Sulle linee di *policy* della *Savings and Investments Union* e sul rapporto con l'iniziativa EU Inc. v. la comunicazione della Commissione del 19 marzo 2025, COM(2025) 124 final, e il *Market Integration Package* del 4 dicembre 2025, contenente la proposta di *Master Regulation* sui mercati dei capitali, la *Master Directive* e la proposta di rifusione del regolamento sulla *settlement finality*. Per una ricostruzione della politica europea dei mercati dei capitali nella scorsa legislatura cfr. M. DRAGHI, *The Future of European Competitiveness. A Competitiveness Strategy for Europe*, 2024, parte B, 228 ss.; e, prima ancora, il Rapporto E. LETTA, *Much More Than a Market. Speed, Security, Solidarity. Empowering the Single Market to Deliver a Sustainable Future and Prosperity for All EU Citizens*, 2024, 107 ss. Mette conto notare che entrambi i documenti collocavano l'idea di un ventottesimo regime in una prospettiva ben più ampia di quella poi recepita dalla Commissione: v. *infra*, § 7.

³ Direttiva (UE) 2024/2810 del Parlamento europeo e del Consiglio del 23 ottobre 2024, sulle strutture con azioni a voto plurimo nelle società che chiedono l'ammissione alla negoziazione delle loro azioni in un sistema multilaterale di negoziazione. Su questa, in dottrina italiana, v. *ex multis* F. GHEZZI, F. URBANI, *Il voto multiplo nella riforma a sostegno della competitività dei mercati dei capitali*, in *Riv. soc.*, n. 4, 2024, 663 ss. e F. ANNUNZIATA, M. ARRIGONI, *Le principali novità del Listing Act sulla comunicazione al pubblico di informazioni privilegiate*, in *Dialoghi di diritto dell'economia*, 2023, n. 1, 29 ss.; nonché le riflessioni di N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *Giustiziacivile.com*, 2014 (reperibile al seguente link:

regolamento sul DLT *Pilot Regime*⁴, alle direttive sulle società di capitali del 2017 e sulle operazioni straordinarie transfrontaliere del 2019. La proposta EU Inc. si inserisce in questo solco riformatore che, su singoli profili, ha già introdotto elementi di flessibilizzazione del diritto societario europeo.

2. Oggetto e struttura della proposta

La proposta si fonda sull'art. 114 TFUE e introduce una nuova forma armonizzata di società a responsabilità limitata, la «EU Inc.», destinata a essere inserita negli ordinamenti nazionali degli Stati membri come tipo opzionale. L'*Explanatory Memorandum* chiarisce che il regolamento intende ravvicinare le legislazioni nazionali al fine di migliorare il funzionamento del mercato interno, offrendo un quadro uniforme di diritto societario, procedure semplici ed efficienti lungo l'intero ciclo di vita della società e un contesto più favorevole all'investimento⁵.

<https://giustiziacivile.com/societa-e-concorrenza/approfondimenti/azioni-voto-plurimo-e-maggiorazione-del-diritto-di-voto-degli>), già ai tempi dell'introduzione del voto plurimo nell'ordinamento italiano per effetto del D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito con legge 11 agosto 2014, n. 116, che aveva novellato l'art. 2351 c.c.

⁴ Regolamento (UE) 2022/858 del Parlamento europeo e del Consiglio del 30 maggio 2022, relativo a un regime pilota per le infrastrutture di mercato basate sulla tecnologia a registro distribuito. Per un inquadramento, sia consentito rinviare a A. DI CIOMMO, *Nuovi strumenti e nuove infrastrutture hanno davvero bisogno di nuove discipline?*, in *An. Giur. Eco.*, n. 1, 2025, 165 ss.; e v., N. CIOCCA, *Potenzialità e rischi della DLT nel Regime pilota e nel Decreto in materia di strumenti finanziari in forma digitale*, in *Riv. Orizzonti dir. comm.*, n. 3, 2024, 835 ss. e N. DE LUCA, *Fattispecie e disciplina delle azioni digitali (continuità e discontinuità tra strumenti cartolari, scritture e digitali)*, in *Banca borsa tit. cred.*, n. 4, 2025, 448 ss.

⁵ V. *Explanatory Memorandum*, COM(2026) 321 final, sezione 2, dove la Commissione precisa che la base giuridica prescelta consente, in linea con la giurisprudenza della Corte di giustizia, l'adozione di misure di ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione e il funzionamento del mercato interno.

La struttura della proposta di regolamento conferma tale impostazione. Il testo disciplina, in undici capitoli: *a)* le disposizioni generali sul tipo sociale; *b)* la costituzione mediante interfaccia centrale europea e mediante registro nazionale; *c)* la pubblicità legale e l'uso transfrontaliero delle informazioni societarie; *d)* le succursali; *e)* l'organizzazione interna (che comprende la disciplina degli obblighi degli amministratori); *f)* il registro digitale delle partecipazioni e la loro circolazione; *g)* il regime del finanziamento; *h)* la partecipazione finanziaria dei dipendenti; *i)* la liquidazione volontaria; *j)* il regime concorsuale semplificato; *k)* il novero dei requisiti nazionali vietati. Tra le disposizioni centrali assumono particolare rilievo gli artt. 4 e 5. L'art. 4 stabilisce che la EU Inc. è disciplinata dalle norme del regolamento, dal proprio atto costitutivo e dal proprio statuto e, per quanto non espressamente regolato, dal diritto nazionale applicabile alla forma nazionale rilevante nello Stato della sede iscritta. L'art. 5 fa conseguire l'acquisto della personalità giuridica all'iscrizione nel registro delle imprese dello Stato Membro in cui ha sede la società. Già da queste disposizioni emerge che la proposta non costruisce un tipo integralmente autosufficiente, ma un tipo europeo parzialmente armonizzato e strutturalmente integrato dal diritto nazionale⁶.

Mette conto notare che, a una prima lettura critica, l'art. 4, par. 3, della proposta impone agli Stati membri di designare formalmente, in sede di attuazione, il tipo societario nazionale che funge da disciplina di riferimento per integrare le lacune del regolamento.

La scelta della forma nazionale di riferimento non è quindi rimessa né all'autonomia statutaria, né a un'operazione interpretativa successiva, ma costituisce un atto formale di ciascuno Stato Membro. Ne consegue che la

⁶ Sulla rilevanza sistematica della clausola di rinvio v., con accenti critici, L. ENRIQUES, C.A. NIGRO, T.H. TRÖGER, *Why the 28th Regime Proposal Falls Short of Europe's Challenge*, cit.

EU Inc. operativamente disponibile in Germania, in Italia, in Francia, in Polonia e in Spagna potrà rispondere a regimi di *riempimento* significativamente diversi⁷. È singolare come il regolamento, pur strutturato come strumento di armonizzazione (ove non di uniformazione *totale*), scelga di consacrare a livello normativo la pluralità degli ordinamenti nazionali di riferimento.

3. La finalità prevalente: la finanziabilità dell'impresa, non l'integrazione del mercato

La finalità prevalente dell'intervento appare quella di ridurre i costi giuridici e organizzativi che ostacolano la finanziabilità dell'impresa, specialmente in fase di costituzione, crescita e raccolta di capitale di rischio o di debito.

La proposta interviene su questo piano attraverso strumenti tipicamente societari: costituzione integralmente digitale, standardizzazione degli atti costitutivi, utilizzo del sistema di interconnessione dei registri, principio di acquisizione *una tantum* dei dati, semplificazione delle deliberazioni, flessibilità dell'assetto finanziario, digitalizzazione della circolazione delle partecipazioni, strumenti partecipativi e piani di incentivazione del personale.

⁷ Sulla questione, dirimente per la valutazione complessiva del progetto di armonizzazione, v. L. ENRIQUES, C.A. NIGRO, T.H. TRÖGER, *Why the 28th Regime Proposal Falls Short of Europe's Challenge*, cit., e L. GARICANO, U. MALMENDIER, *Die Rechtsform EU Inc. landet als Bettvorleger*, cit. e IID., «*Si l'Europe n'est pas aujourd'hui capable de créer une véritable société supranationale, elle ne le fera jamais*», cit., i quali concordano sul fatto che il rinvio formale al diritto nazionale di appoggio determini, all'atto pratico, ventisette varianti nazionali del medesimo tipo.

La circostanza che l'iniziativa sia collocata nel contesto della Savings and Investments Union non consente, tuttavia, di attribuirle una capacità ordinante del mercato dei capitali in senso pieno. La proposta migliora taluni presupposti societari dell'investibilità, ma non costruisce un regime europeo unitario di raccolta del capitale. Sotto questo profilo, la tesi secondo cui il regolamento offrirebbe una risposta sostanzialmente adeguata al problema degli ostacoli alla raccolta transfrontaliera di capitale necessita di una rettifica⁸.

Il Capo VII sul finanziamento prevede un regime particolarmente flessibile: le partecipazioni possono essere prive di valore nominale, non è richiesto un capitale minimo e l'assegnazione di partecipazioni può avvenire a fronte di corrispettivi di qualsiasi entità avente «*economic value, including*» denaro o beni in natura (artt. 64 e 65 della proposta di regolamento), ma non prestazioni d'opera o di servizi se conferiti al capitale⁹.

⁸ In chiave critica, e con particolare attenzione al divario tra l'enfasi politica e il contenuto normativo della proposta, v. F.M. MUCCIARELLI, «*Ventottesimo regime: uno slogan pericoloso*», in *lavoce.info*, 9 giugno 2025 (reperibile al seguente link: <https://lavoce.info/archives/108003/ventottesimo-regime-uno-slogan-pericoloso/>), secondo il quale l'espressione «ventottesimo regime» rischia di operare come uno slogan privo di sostanza, capace di evocare un livello di integrazione che la proposta di fatto non realizza. Nello stesso senso, sebbene con prospettiva specificamente focalizzata sul finanziamento delle imprese innovative, L. ENRIQUES, C.A. NIGRO, T.H. TRÖGER, *Riuscirà la «società innovativa europea» a finanziare le start-up?*, in *lavoce.info*, 4 aprile 2025 (reperibile al seguente link: <https://lavoce.info/archives/107507/riuscira-la-societa-innovativa-europea-a-finanziare-le-start-up/>); nonché A. PALOMBO, *Why the 28th Regime Needs a Fallback Plan: the EU Inc Zone*, in *Oxford Business Law Blog*, 3 aprile 2026 (reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/04/why-28th-regime-needs-fallback-plan-eu-inc-zone>), che propone un'architettura a zone per supplire alle lacune della proposta.

⁹ Nel testo inglese della proposta la categoria di riferimento è quella di *consideration* (si veda in particolare gli artt. 64 e 65 della proposta di regolamento), che la versione italiana rende con «corrispettivo». La scelta è fedele al disegno normativo, dal momento che l'art. 64, par. 3, ammette l'emissione di partecipazioni a fronte di un corrispettivo conferito al capitale, di un corrispettivo non conferito al capitale, o di una combinazione dei due. Il

Possono essere emesse diverse classi di partecipazioni, anche senza diritto di voto o con voto plurimo; sono ammessi strumenti convertibili e titoli che attribuiscono il diritto di sottoscrivere nuove partecipazioni, con espresso richiamo, nei considerando, alle figure dei *warrants*, dei “*Simple Agreements for Future Equity*” (SAFE) e dei “*Keep It Simple Securities*” (KISS). Sotto questo profilo, il regolamento recepisce in parte istanze riconducibili alla prassi del finanziamento dell’impresa innovativa.

Tuttavia, il punto essenziale rimane irrisolto: la proposta non disciplina unitariamente l’offerta al pubblico delle partecipazioni della EU Inc. né l’approvazione del prospetto a livello europeo. L’art. 60 si limita a consentire l’ammissione degli strumenti finanziari a sistemi multilaterali di negoziazione e, facoltativamente per gli Stati membri, a mercati regolamentati, rinviando però integralmente al diritto europeo e nazionale applicabile, incluso il regolamento (UE) 2017/1129 in materia di prospetti. Ne consegue che l’ostacolo istituzionale principale alla raccolta transfrontaliera di capitale non viene affrontato. Il regolamento agisce sul soggetto che raccoglie capitale, ma non sul procedimento di accesso al mercato dei capitali¹⁰.

A opinione di chi scrive, la criticità appena descritta investe il *modello* stesso del ventottesimo regime societario: se la EU Inc. è pensata come veicolo dell’investimento transfrontaliero, è incoerente che il momento decisivo della raccolta del capitale da parte dell’impresa – vale a dire l’offerta al

lessico del conferimento nella tradizione continentale designa l’apporto destinato alla formazione del capitale (artt. 2342 ss. e 2464 c.c.; art. 46 della direttiva (UE) 2017/1132, già art. 7 della seconda direttiva 77/91/CEE) e si attaglia dunque alla sola componente imputata a capitale, non al genere.

¹⁰ In tal senso, il tentativo di armonizzazione societaria manifesta un carattere incompleto, laddove non si accompagna, almeno per le EU Inc., da un regime europeo unitario di approvazione del prospetto e di offerta al pubblico, eventualmente rimesso a un’autorità europea.

pubblico, l'ammissione alla quotazione, il prospetto – continui ad essere rimesso a ordinamenti e autorità essenzialmente nazionali e, quanto alle tipologie di sedi di negoziazione abilitate ad ammettere le partecipazioni della EU Inc., a una scelta discrezionale dei singoli legislatori nazionali in sede di adeguamento.

Ne discende che il legislatore europeo sembra aver preso in considerazione il solo piano dei costi di costituzione e gestione del veicolo, lasciando sostanzialmente inalterato il piano dei costi di accesso delle società ai canali di c.d. “finanza esterna” (e, dunque, al mercato dei capitali).

4. L'armonizzazione selettiva e la clausola di rinvio al diritto nazionale

Un secondo profilo critico attiene alla nozione stessa di armonizzazione. La proposta è costruita come regolamento e la Commissione giustifica tale scelta invocando la necessità di ridurre il rischio di divergenze attuative, sovraregolazione nazionale e frammentazione residua. Nondimeno, proprio la clausola di rinvio di cui all'art. 4 impedisce di qualificare la disciplina come armonizzazione piena del tipo sociale.

Il regolamento armonizza in modo espresso soltanto alcuni segmenti del ciclo di vita societario. Per i restanti profili, rinvia al diritto nazionale del tipo di riferimento designato dallo Stato Membro della sede legale in cui la EU Inc. sarà iscritta. In tal modo, l'uniformità del tipo è limitata ai soli aspetti espressamente regolati, mentre la disciplina residuale continua a essere ricostruita mediante ventisette ordinamenti nazionali di riferimento. La conseguenza è duplice.

Da un lato, l'effetto semplificatorio promesso agli operatori risulta attenuato: l'interprete è chiamato a individuare costantemente il confine tra disciplina europea, autonomia statutaria e diritto nazionale suppletivo. Dall'altro lato, il tipo societario europeo rischia di manifestare, nei punti in cui la disciplina è incompleta, un funzionamento differenziato a seconda dello Stato Membro di iscrizione.

Mette conto notare che la stessa scelta del regolamento, in luogo di una direttiva, non risulta priva di complessità. La Commissione invoca la maggiore uniformità del regolamento, ma il rinvio strutturale al diritto nazionale finisce per riprodurre, nel corpo dell'atto direttamente applicabile, lo stesso effetto di frammentazione che una direttiva avrebbe prodotto in conseguenza del recepimento nazionale. Detto altrimenti, la *forma* dell'atto resta quella del regolamento, mentre la *sostanza* della disciplina è, per molti profili, quella di una direttiva.

In questo senso, la proposta produce un'*armonizzazione selettiva* piuttosto che una vera unificazione societaria. La tecnica normativa appare quindi idonea a ridurre alcuni costi amministrativi, ma meno idonea a conseguire una semplificazione sistematica del quadro giuridico societario.

Il problema è tanto più evidente in relazione ai profili strutturali della partecipazione sociale e ai rapporti con i terzi, ai quali è opportuno dedicare specifica attenzione nei paragrafi che seguono.

5. Lo statuto della partecipazione: classi, voto plurimo e dematerializzazione

Il Capo VI delinea il regime delle partecipazioni della EU Inc.: esse sono necessariamente dematerializzate, la società deve tenere un registro digitale

delle partecipazioni, l'iscrizione nel registro ha efficacia costitutiva ai fini dell'opponibilità e dell'esercizio dei diritti sociali, è esclusa l'emissione di partecipazioni al portatore, sono ammesse diverse classi di partecipazioni con diritti differenziati, la circolazione può avvenire integralmente in forma digitale mediante accordi sottoscritti elettronicamente e successiva iscrizione del trasferimento nel registro digitale. L'art. 59, par. 5, esclude espressamente la possibilità per gli Stati membri di imporre che i trasferimenti siano eseguiti con l'intervento di un notaio.

Il primo profilo che merita una specifica considerazione attiene alla configurazione delle *classi* di partecipazioni. La proposta consente l'emissione di classi con diritti differenziati, ivi inclusi diritti di voto plurimo, voto limitato o senza diritto di voto, secondo un'architettura assai prossima al modello della *common law*.

La proposta si pone, in tal senso, in continuità con la più recente tendenza del legislatore europeo a riconoscere strutture proprietarie a voto multiplo, da ultimo cristallizzata nella direttiva (UE) 2024/2810 sulle partecipazioni con struttura a voto plurimo¹¹.

¹¹ Per un'analisi del sistema italiano delle categorie speciali di azioni, da cui muovere per il confronto con il regime EU Inc., resta imprescindibile M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni*, in P. ABBADESSA, G.B. PORTALE (diretto da), *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum G.F. Campobasso*, Torino, 2006, I, 591 ss.; e M. NOTARI, A. GIANNELLI, *sub art.* 2346, comma 6, c.c., in P. MARCHETTI, L.A. BIANCHI, F. GHEZZI, M. NOTARI (a cura di), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2008, 52 ss.; v. anche M. BIONE, *Le azioni*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, II, 44 ss.; C. ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, *passim*, nonché, sulla nozione di categoria azionaria e sui suoi limiti, M. NOTARI, *Diritti «particolari» dei soci e categorie «speciali» di partecipazioni*, in *An. Giur. Eco.*, n. 2, 2003, 325 ss.; e A. STAGNO D'ALCONTRES, *sub art.* 2348, in G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, Napoli, 2004, 273 ss. Sul voto plurimo e sulla maggioranza del voto dopo il D.L. 91/2014, v. N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, cit. Sotto questo profilo, il regime EU Inc. – che ammette, oltre alle classi a voto limitato o privo di voto già conformi alla nostra tradizione codicistica *ex art.* 2351 c.c., classi a voto plurimo con limiti molto più elastici – presenta un'apertura sistemica maggiore rispetto alla disciplina italiana

Sotto questo profilo, il confronto con la disciplina italiana è significativo. Il nostro sistema, dopo la riforma del 2003 e il D.L. 91/2014, conosce sia le tradizionali categorie di azioni *ex art.* 2348 c.c. e ss., sia gli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, comma 6, c.c., sia le azioni a voto plurimo (in misura non superiore a dieci voti per azione in esito alle modifiche introdotte dalla Legge Capitali), sia le azioni a voto maggiorato per le società quotate. La proposta EU Inc., riconoscendo classi a voto plurimo senza esprimere alcun limite quantitativo¹², offre apparentemente

della società per azioni «chiusa», ma sostanzialmente coerente con le aperture introdotte dal D.L. 91/2014 e oggi rafforzate, per le società che chiedono per la prima volta l'ammissione alle negoziazioni in MTF, dalla direttiva (UE) 2024/2810. Resta da chiedersi se l'estensione della facoltà di emettere voto plurimo a una società *non quotata* non finisca per compromettere il delicato equilibrio fra strutture proprietarie a voto plurimo e tutela dei soci di minoranza, equilibrio che l'ordinamento italiano ha invece curato maggiormente.

¹² Come opportunamente segnalato da L. ENRIQUES, C.A. NIGRO, T.H. TRÖGER, *Why the 28th Regime Proposal Falls Short of Europe's Challenge*, cit., il considerando 51 della proposta menziona espressamente, fra gli strumenti riconducibili al regime degli strumenti finanziari atipici, sia *warrants* e *convertible instruments*, sia i *Simple Agreements for Future Equity* (SAFE) e i *Keep It Simple Securities* (KISS), figure tipiche della prassi statunitense del *venture capital*. Il regolamento, in sostanza, dà ingresso a una pluralità di strumenti finanziari di derivazione contrattuale, consentendone l'emissione senza i vincoli che la disciplina italiana riconnette alla figura degli strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346, comma 6, c.c. Sul tema, in dottrina italiana, v. U. TOMBARI, *Strumenti finanziari «partecipativi» (art. 2346, ultimo comma, c.c.) e diritti amministrativi nella società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2006, I, 143 ss.; ID., *La nuova struttura finanziaria della società per azioni (Corporate Governance e categorie rappresentative del fenomeno societario)*, in *Riv. soc.*, 2004, 1082 ss.; M. LAMANDINI, *Autonomia negoziale e vincoli di sistema nella emissione di strumenti finanziari da parte delle società per azioni*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2003, I, 519 ss.; M. MIOLA, *Gli strumenti finanziari nella società per azioni e la raccolta del risparmio tra il pubblico*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, I, 433 ss.; B. LIBONATI, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, Milano, 2007, 579 ss. Per la ricostruzione della partecipazione azionaria come strumento di raccolta presso il mercato, v. M. CIAN, C. SANDEI, *La partecipazione azionaria. La fattispecie*, in P. RESCIGNO (a cura di), *Trattato di diritto privato*, II, vol. 16, t. 5, Torino, 2012, 111 ss. Resta una questione aperta se le partecipazioni della EU Inc. di classi caratterizzate da struttura a voto plurimo siano da considerare compatibili con il regime delle azioni speciali e con le relative tutele, qualora la società di riferimento scelta dal legislatore italiano sia la s.p.a.

maggiore libertà rispetto al modello italiano. L'autonomia statutaria europea risulta, in definitiva, più ampia di quella consentita dal nostro art. 2351 c.c.

Un secondo profilo riguarda la *dematerializzazione* delle partecipazioni. La proposta impone alla EU Inc. la tenuta obbligatoria di un registro digitale delle partecipazioni, con efficacia costitutiva dell'iscrizione ai fini dell'opponibilità e dell'esercizio dei diritti sociali, senza ammettere né la rappresentazione cartacea né tramite titoli al portatore. Si tratta di una scelta che, sul piano sistematico, marca una significativa differenza rispetto all'ordinamento italiano, dove la dematerializzazione obbligatoria opera in via generale soltanto per gli strumenti finanziari ammessi in una sede di negoziazione ai sensi degli artt. 83-*bis* e ss. del TUF e ha ricevuto, per le sole quote di s.r.l. PMI, una limitata estensione ad opera dell'art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21 (c.d. Legge Capitali)¹³.

¹³ Sull'introduzione della dematerializzazione delle quote di s.r.l. PMI ad opera dell'art. 3 della legge 5 marzo 2024, n. 21, e sul suo rilievo sistematico, v. M. CIAN, *Le quote dematerializzate di S.r.l.*, in *Riv. dir. civ.*, n. 2, 2024, 291 ss.; ID., *Un nuovo vulnus all'identità tipologica della s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2024, II, 505 ss.; ID., *Vecchie e nuove leggi di circolazione delle quote di s.r.l.: tre modelli a zongolo (per tacer del token)*, in *Riv. Orizzonti dir. comm.*, n. 3, 2024, 812 ss.; F. ANNUNZIATA, *Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese, Commento sub art. 3*, in P. MARCHETTI, M. VENTORUZZO (a cura di), *Commentario alla Legge Capitali, Legge 5 Marzo 2024, n. 21*, Pisa, 2024, 6 ss.; F. BRIZZI, *La dematerializzazione delle quote di S.r.l. PMI*, in *Le società*, 2024, 785 ss.; I. CAPELLI, *La dematerializzazione delle quote di s.r.l. (art. 3)*, in *Giur. it.*, 2024, 2491 ss.; F. CIRIANNI, *Focus sulle novità di interesse notarile in materia di obbligazioni, titoli di debito e quote dematerializzate nella «Legge Capitali»*, in *Riv. not.*, 2024, 903 ss.; C. CLERICI, *Legge Capitali: principali novità di interesse notarile*, in *Notariato*, 2024, 242 ss.; S. CORSO, *Dematerializzazione delle quote di piccole e medie imprese, Commento sub art. 3*, in G. MARTINA, M. RISPOLI FARINA, V. SANTORO (a cura di), *Legge Capitali (5 marzo 2024, n. 21). Commentario*, Torino, 2024, 25 ss.; R. LENER, *Cosa sta succedendo alle quote di srl?*, in *Quaderni Assosim*, 2023, 13 ss.; ID., *Dematerializzazione e digitalizzazione di strumenti finanziari. Le quote di s.r.l.*, in *Riv. Orizzonti dir. comm.*, n. 3, 2024, 822 ss.; P. SPOLAORE, *La partecipazione in S.r.l. tra crowdfunding e dematerializzazione*, in *Riv. Orizzonti dir. comm.*, n. 1, 2024, 175 ss. Sul versante della dematerializzazione «tradizionale» v., per gli inquadramenti di base, R. LENER, *La dematerializzazione dei titoli azionari e il sistema Monte titoli*, Milano, 1989, *passim*; F. MARTORANO, *Titoli di credito dematerializzati*, Milano, 2020,

Peraltro, l'art. 53, par. 1, della proposta di regolamento, laddove impone che le partecipazioni «*shall be dematerialised*», pone questioni di coordinamento con la disciplina del regolamento (UE) 909/2014 e con le norme nazionali di adeguamento di cui agli artt. 83-*bis* e ss. TUF, atteso il generico riferimento alla «dematerializzazione» e l'assenza, allo stato, di qualsiasi richiamo nella proposta a tale specifica disciplina.

Si potrebbe osservare che la dematerializzazione obbligatoria – sempre che si tratti di dematerializzazione in senso tecnico e, dunque, di «gestione accentrata di strumenti finanziari» – della EU Inc. non opera, di per sé, alcun avvicinamento sistematico al modello azionario italiano.

5.1. (Segue): il regime del finanziamento e il superamento del capitale

Il modello sotteso alla proposta è quello della società di capitali tendenzialmente aperta, funzionale al *venture capital* e alle operazioni di *seed* e *early-stage funding*. Si tratta di un modello ben noto agli ordinamenti del *common law* e, più di recente, ad alcuni ordinamenti continentali, nelle quali la funzione del capitale è stata progressivamente sostituita da meccanismi di tutela dei creditori basati sul *solvency test* e sulla *disclosure*¹⁴.

passim; M. CIAN, *Titoli dematerializzati e circolazione cartolare*, Milano, 2001, *passim*. Sul percorso storico della s.r.l. e sulla sua progressiva apertura al mercato del capitale di rischio v. M. STELLA RICHTER JR., *La società a responsabilità limitata dalle codificazioni dell'Ottocento al Codice della crisi di impresa*, in *Riv. soc.*, 2019, 645 ss.

¹⁴ Per una ricostruzione critica del progressivo abbandono della funzione di garanzia del capitale sociale nel sistema continentale e del passaggio a forme di tutela dei creditori fondate su *solvency tests*, v. M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale*, in *Enciclopedia del diritto*, IV Agg., Milano, 2000, 195 ss.; ID., *La difficile convivenza tra capitale nominale e fair value*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, cit., 1176 ss.; G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Riv. soc.*, 1991, 33 ss.; ID., *Capitale sociale e società*

La principale tensione riguarda l'assenza di un capitale sociale minimo e la valutazione dei «corrispettivi». La proposta, in particolare, consente partecipazioni prive di valore nominale. Si potrebbe ragionevolmente affermare che la disciplina europea operi, su questo punto, una sostanziale assimilazione della EU Inc. al modello statunitense della *non-par stock corporation*, con accentuazione del ruolo di tutela del *solvency test* in luogo del capitale.

Detto altrimenti, il regolamento porta a compimento, sul piano del tipo europeo, il superamento della concezione tradizionale del capitale sociale come istituto centrale della tutela dei creditori. Il superamento è strutturale: la EU Inc. non ha capitale minimo, né valore nominale, né regole sostanziali per la liberazione della partecipazione sottoscritta dai singoli soci, fatte salve le minime indicazioni sulla sottoscrizione e sull'iscrizione delle partecipazioni, nonché l'obbligo di indicare la parte di capitale sottoscritto dal socio «*paid and to be paid*», contenute negli artt. 61 ss. della proposta di regolamento, e il principio di prudente valutazione rimesso agli organi gestori.

5.2. (Segue): la circolazione della partecipazione non integralmente liberata

per azioni sottocapitalizzata, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, t. 2, Torino, 2004, 125 ss.; M. MIOLA, *Capitale sociale e tecniche di tutela dei creditori*, in *La società per azioni oggi. Tradizione, attualità e prospettive*, cit., 363 ss.; G. FERRI Jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, in *Riv. not.*, 2008, 741 ss.; M. MAUGERI, *Struttura finanziaria della s.p.a. e funzione segnaletica del capitale nel diritto europeo armonizzato*, in *Riv. dir. comm.*, 2016, I, 1 ss.; F. BRIOLINI, *Capitale sociale e metamorfosi della tutela dei creditori nel diritto societario più recente*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 144 ss. Per i profili di responsabilità collegati al capitale e all'adeguatezza degli assetti, si v. R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 304 ss.

La disciplina della partecipazione non integralmente liberata costituisce il banco di prova per misurare la profondità dell'opzione regolatoria del legislatore europeo. Su questo profilo, l'art. 58, par. 2, della proposta prevede espressamente che alienante e acquirente siano solidalmente responsabili verso la società per la parte di «corrispettivo» ancora dovuta al momento del trasferimento della partecipazione. Esiste, quindi, una disciplina minima.

Nondimeno, la previsione non equivale a un apparato compiuto di tutela. Il confronto con l'art. 2356 c.c., che disciplina la responsabilità per il versamento dei conferimenti residui nelle azioni non liberate, è particolarmente istruttivo¹⁵. Il codice stabilisce, in primo luogo, che il *cedente* è responsabile in via *sussidiaria* per i conferimenti dovuti, ossia che la società deve previamente escutere l'acquirente. In secondo luogo, la responsabilità del cedente è temporalmente limitata a tre anni dall'iscrizione del trasferimento; in terzo luogo, che la disciplina è inderogabile dall'autonomia statutaria, in quanto direttamente preordinata alla tutela dei creditori sociali.

La proposta sulla EU Inc., diversamente, non prevede né la sussidiarietà, né un termine di prescrizione, né l'inderogabilità.

¹⁵ Sull'effettività dei conferimenti e sulla circolazione delle azioni non liberate, oltre alla letteratura classica sul capitale sociale già richiamata, v. M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, in G.E. COLOMBO, G.B. PORTALE (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, vol. I, t. 3, Torino, 2004, 357 ss.; G. FERRI Jr., *Struttura finanziaria dell'impresa e funzioni del capitale sociale*, cit., 741 ss. La disciplina della cessione di azioni non integralmente liberate si è sempre mantenuta, anche dopo la riforma del 2003, nella tradizione del codice del 1942: la sussidiarietà della responsabilità del cedente ed il termine triennale di cui all'art. 2356 c.c., assolvono in modo coerente l'esigenza di tutela dei creditori sociali in coerenza col principio di effettività dei conferimenti. Sul versante europeo, occorre ricordare che la seconda direttiva 77/91/CEE, oggi rifiuta nella direttiva (UE) 2017/1132, ha sempre lasciato alla disciplina nazionale la regolazione della cessione delle azioni non liberate, limitandosi a fissare i principi di effettività dei conferimenti.

Si potrebbe pensare che la previsione minimale dell'art. 58, par. 2, della proposta sia compatibile con un'integrazione successiva ad opera della disciplina nazionale di riferimento, *ex art. 4* del regolamento. Tuttavia, una simile lettura comporterebbe, nuovamente, l'effetto della frammentazione: il regime di responsabilità del cedente di partecipazioni non liberate sarebbe, di fatto, ventisette volte diverso.

Non si vede, sotto questo profilo, come la prospettata uniformità del tipo europeo possa convivere con l'eterogeneità di un istituto centrale per la tutela dei creditori sociali e degli aventi causa.

Anche in questo caso, dunque, la proposta privilegia la facilità del trasferimento – che certo è massimizzata da una disciplina solidale, perpetua e priva di sussidiarietà – rispetto alla costruzione completa dello statuto della partecipazione.

Ne discende una tensione interna fra la spinta alla flessibilità e il rinvio residuale al diritto nazionale, destinato a riemergere proprio nei punti in cui la disciplina europea non è autosufficiente.

5.3. (Segue): la codificazione europea della *business judgment rule*

Un ulteriore profilo di interesse, che la proposta al momento non esaurisce, attiene alla disciplina dei doveri degli amministratori e, in particolare, all'art. 44, che codifica la *business judgment rule*.

La norma stabilisce che gli amministratori non rispondono delle decisioni assunte nell'esercizio dei propri poteri, qualora abbiano agito in buona fede, con la necessaria prudenza e diligenza, e nell'interesse della società.^a pr

La portata della codificazione europea della *business judgment rule* è rilevante sul piano sistematico. Essa segna l'ingresso, nel diritto societario unionale, di una regola di matrice statunitense da tempo recepita anche in alcuni ordinamenti continentali (e, in particolare, Germania, Italia e Spagna), sebbene con accenti diversi¹⁶. Per l'ordinamento italiano, la *business judgment rule* non ha una formulazione codicistica espressa, ma è stata progressivamente elaborata dalla giurisprudenza¹⁷.

Mette conto notare, peraltro, che la formulazione dell'art. 44 della proposta presta il fianco a una specifica obiezione: secondo i commentatori di diritto anglosassone, nel codificare la *business judgment rule*, la norma fa coincidere lo *standard of conduct* (la condotta che gli amministratori sono tenuti a osservare) con lo *standard of review* (il parametro in base al quale il giudice valuta la condotta degli amministratori in sede di azione di responsabilità)¹⁸.

¹⁶ Sulla *business judgment rule* italiana e sulle sue varie declinazioni, v. C. ANGELICI, *Interesse sociale e business judgment rule*, in *Riv. dir. comm.*, 2012, I, 573 ss.; R. SACCHI, *La responsabilità gestionale nella crisi dell'impresa societaria*, cit., 304 ss.

¹⁷ Per la giurisprudenza, l'orientamento consolidato è nel senso che il sindacato giudiziale sulla condotta degli amministratori non si estende alle scelte gestorie nel loro merito, ma si limita all'accertamento del corretto svolgimento del procedimento decisionale e della non manifesta irragionevolezza della scelta, cfr., *ex multis*, Cassazione civ., Sez. I, sent. 22 giugno 2017, n. 15470; Cassazione civ., Sez. II, ord. 20 settembre 2024, n. 25260; Cassazione civ., Sez. I, ord. 27 agosto 2025, n. 23963.

¹⁸ Il rilievo, nei termini riportati nel testo, è sviluppato in chiave critica da S.M. SEPE, *The EU Inc Business Judgment Rule: A Safe Harbour without a Harbour*, in *Oxford Business Law Blog*, 13 aprile 2026 (reperibile al seguente link: <https://blogs.law.ox.ac.uk/oblb/blog-post/2026/04/eu-inc-business-judgment-rule-safe-harbour-without-harbour>). L'A. osserva che la cifra economica della *business judgment rule* sta nello scarto fra *standard of conduct* e *standard of review*, e rimprovera all'art. 44 della proposta di far coincidere i due piani. Il rimedio prospettato dall'A. replica la struttura tripartita del modello del Delaware, nel quale opera un meccanismo complesso caratterizzato da una presunzione *iuris tantum* di regolarità della gestione, una soglia qualificata di colpa e un'esimente per le violazioni degli obblighi di diligenza. Sotto questo profilo, ad opinione di chi scrive, la disciplina italiana – ancorché non codificata – appare più sofisticata di quella unionale, in quanto la giurisprudenza di legittimità ha mantenuto fermo il principio per cui il giudice non valuta

A opinione di chi scrive, il profilo della *business judgment rule* codificata è sintomatico del *modus operandi* del legislatore europeo: si interviene sull'istituto, ma in modo parziale, lasciando alla disciplina nazionale di riferimento la determinazione della responsabilità civile. L'art. 44, par. 4, della proposta di regolamento sulla EU Inc. conferma esplicitamente il rinvio.

Si ripropone, *mutatis mutandis*, la stessa difficoltà già evidenziata in tema di clausola di rinvio: la disciplina europea opera come *strato superiore* di un'architettura che resta, nel concreto, nazionale.

6. I rapporti con i terzi e l'insufficienza del regolamento quale strumento di piena integrazione del mercato

La proposta contiene un Capo XI dedicato ai requisiti nazionali vietati. Si tratta di un elemento significativo, poiché mira a impedire trattamenti discriminatori della EU Inc. rispetto alle forme societarie nazionali comparabili, almeno in presenza di situazioni giuridicamente omogenee. L'art. 103 della proposta di regolamento prevede, in particolare, che gli Stati membri non possano adottare o mantenere, nei confronti della EU Inc. con sede legale in un altro Stato membro: criteri che neghino l'ammissibilità ai finanziamenti pubblici in ragione della sede in un altro Stato membro o che impongano lo scioglimento e la ricostituzione o la creazione di una controllata quale condizione di ammissibilità; misure che subordinino l'avvio o l'esercizio di un'attività economica ad autorizzazioni fondate sulla localizzazione della sede legale; l'obbligo di disporre di un

il merito delle scelte gestorie quando queste siano state assunte all'esito di un procedimento decisionale informato e ragionevole.

rappresentante locale o di una presenza fisica nello Stato membro ai fini dell'espletamento delle procedure necessarie all'avvio o all'esercizio di un'attività economica o al rilascio di un'autorizzazione; misure che precludano l'utilizzo di un conto di pagamento aperto in un altro Stato membro ai fini dell'espletamento delle medesime procedure.

Nonostante ciò, il regolamento non affronta il nucleo della frammentazione che condiziona i rapporti esterni dell'impresa. Esso non unifica il diritto dei contratti dell'impresa, non incide in modo organico sul diritto del lavoro, non armonizza la fiscalità, non disciplina unitariamente il rapporto con i consumatori, non riduce la pluralità dei regimi settoriali, non supera la frammentazione delle discipline applicabili ai creditori, né modifica il quadro delle norme sulla competenza giurisdizionale e sulla legge applicabile¹⁹.

La proposta sul ventottesimo regime conferma che molti di tali profili sono demandati a strumenti ulteriori: iniziative sulla tassazione delle imprese, mobilità dei lavoratori, strumenti digitali, portafoglio europeo delle imprese e giustizia civile.

Ne deriva che il regolamento non può essere qualificato come strumento idoneo a realizzare una piena concorrenza transfrontaliera delle imprese. La proposta interviene sull'organizzazione e su alcuni strumenti funzionali

¹⁹ V. la comunicazione *Towards a 28th regime for EU companies*, COM(2026) 320 final, in cui la Commissione enumera le iniziative complementari necessarie a completare il progetto. Sotto questo profilo, l'EU Inc. si presenta come parte di un più ampio programma legislativo: la proposta costituisce il primo tassello di un disegno destinato a essere completato per via di interventi successivi, di cui la comunicazione si limita a tracciare il perimetro. Si noti che la Commissione si limita a un divieto di requisiti discriminatori, ma non istituisce tribunali specializzati sulle controversie EU Inc., né alcuna forma di *fast-track* giurisdizionale, neppure facoltativo. La proposta si limita a un invito agli Stati membri perché valutino l'opportunità di istituire sezioni specializzate. La scelta è coerente con il rispetto del principio di autonomia procedurale degli Stati membri, ma riduce l'effettività concreta della tutela giurisdizionale uniforme che il tipo europeo richiederebbe.

alla – auspicabile – crescita, ma non sul complesso delle regole che governano l'attività dell'impresa nei suoi rapporti con i terzi e con i poteri pubblici. Da questo punto di vista, essa non risolve il problema centrale dell'integrazione del mercato unico.

Merita di essere enucleato il profilo relativo alla disciplina della *mobilità transfrontaliera* della EU Inc., ossia delle operazioni di trasformazione, fusione e scissione transfrontaliere. La materia è affrontata nell'art. 41 della proposta di regolamento, che opera un *rinvio integrale* alla direttiva (UE) 2017/1132, come modificata dalla direttiva (UE) 2019/2121 sulla *cross-border mobility*.

Il regolamento, dunque, *non* costruisce un regime autonomo per le operazioni straordinarie relative alle EU Inc., ma le rinvia alle medesime regole applicabili alle società nazionali.

Si potrebbe ragionevolmente affermare che, sotto questo profilo, la EU Inc. risulti *meno* mobile di quanto le aspettative generate dalla sua qualificazione come ventottesimo regime lascerebbero supporre, posto che, anche in presenza di una forma sociale uniforme, il trasferimento della sede sociale resta soggetto ai medesimi vincoli procedurali previsti dal regime ordinario.

Si tratta di un'asimmetria connaturata alla tecnica del rinvio non coordinato che ha l'effetto di *neutralizzare* uno dei vantaggi attesi dall'unificazione del tipo.

7. Il confronto con il Rapporto Letta e con il modello del Code européen des affaires

Il Rapporto Letta concepiva il ventottesimo ordinamento in un senso più ampio rispetto a quello recepito dalla proposta della Commissione. L'idea non era limitata al solo diritto societario, ma si collocava entro una visione di integrazione del diritto dell'impresa e di superamento delle divergenze contrattuali e normative che ostacolano l'attività transfrontaliera. In tale prospettiva, il ventottesimo ordinamento era pensato come strumento atto a superare non solo la frammentazione delle forme societarie, ma anche la pluralità delle discipline che gravano sull'impresa nel mercato interno.

La proposta EU Inc. segna, invece, una riduzione dell'ambizione originaria. Essa circoscrive il progetto al solo ordinamento societario, con alcune appendici funzionali in materia di incentivi ai dipendenti, cessazione dell'impresa e divieti di requisiti nazionali discriminatori.

Tale riduzione è in parte comprensibile sul piano politico e su quello delle competenze. L'*Explanatory Memorandum* dà atto che numerosi soggetti consultati hanno mostrato scetticismo verso l'estensione del ventottesimo ordinamento a materie ulteriori, quali fiscalità, lavoro o insolvenza in senso generale, e la stessa Commissione precisa che le disposizioni dettate in tali ambiti non sono intese ad armonizzarli come tali. Il risultato è un ventottesimo ordinamento societario, peraltro incompleto, non un diritto europeo generale dell'impresa.

A opinione di chi scrive, la riduzione si presta a un duplice rilievo.

Sul piano della fattibilità politica, la scelta della Commissione è realistica e coerente con i limiti di competenza dell'Unione in materie quali la fiscalità diretta o il diritto del lavoro sostanziale.

Sul piano dell'efficacia regolatoria, però, essa rischia di produrre un veicolo societario sospeso in un vuoto di disciplina sostanziale, costretto a confrontarsi quotidianamente con i ventisette ordinamenti nazionali sul

terreno dei contratti, del lavoro, della fiscalità e delle autorizzazioni amministrative.

La promessa originaria di un codice europeo dell'impresa resta, sotto questo profilo, un orizzonte non realizzato (e forse non realizzabile).

8. Considerazioni conclusive

La proposta di regolamento sulla EU Inc. costituisce un intervento rilevante di diritto societario europeo. Essa introduce un tipo sociale armonizzato, interamente digitale, fortemente orientato alla riduzione dei costi di costituzione, gestione e trasferimento delle partecipazioni, e costruisce un assetto normativo compatibile con le esigenze dell'impresa innovativa e degli investitori in capitale di rischio. Sotto questo profilo, la proposta non è priva di utilità.

Tuttavia, una valutazione più accorta induce a escludere che essa possa essere presentata come risposta sufficiente al problema dell'integrazione del mercato interno o della raccolta unitaria del capitale nell'Unione.

Il mercato unico non sembra potersi realizzare mediante il solo ricorso a un regime opzionale uniforme. Un simile regime può fungere da strumento speciale per imprese ad alta propensione transfrontaliera, ma non sostituisce la necessità di una più intensa convergenza del diritto societario comune applicabile alla generalità delle imprese.

In questa prospettiva, la direttiva (UE) 2017/1132 e il suo progressivo rafforzamento rimangono strumenti più idonei a produrre effetti generali di semplificazione e uniformazione.

In conclusione, la EU Inc. appare configurabile come strumento *utile ma parziale*: idoneo a incidere su alcune rigidità della struttura societaria,

inidoneo, da solo, a realizzare un mercato europeo effettivamente unitario del capitale e dell'attività d'impresa.

Il legislatore europeo ha scelto, *prima facie*, la strada della massima armonizzazione, per poi consacrare, nella sostanza, la persistenza della frammentazione attraverso il rinvio strutturale al diritto nazionale, l'esclusione delle materie sostanziali dall'ambito dell'intervento e l'omessa unificazione dell'accesso al mercato dei capitali.

È singolare come, ancora una volta, il legislatore europeo manifesti l'attitudine a generare *etichette* di forte appeal politico, lasciando all'interprete il compito di misurare, *ex post*, la distanza tra l'etichetta e il contenuto.