Anno 9 – Numero 6
23 marzo 2011

NORMATIVA, GIURISPRUDENZA, DOTTRINA E PRASSI

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

DIRETTA DA ORESTE CAGNASSO E MAURIZIO IRRERA

COORDINATA DA GILBERTO GELOSA

In questo numero:

- Amministratori: attività preparatoria di gestione
- Regno Unito: Direttiva *Record Date*
- Antiriciclaggio

ItaliaOggi

ISSN 2039-6880

DIREZIONE SCIENTIFICA
Oreste Cagnasso – Maurizio Irrera

COORDINAMENTO SCIENTIFICO
Gilberto Gelosa

La *Rivista* è pubblicata con il supporto
degli Ordini dei Dottori commercialisti e degli Esperti contabili
di:
Bergamo, Biella, Busto Arsizio, Casale Monferrato,
Crema, Cremona, Lecco, Mantova, Monza e Brianza,
Verbania

NDS collabora con la rivista:

CARBONELL O'BRIEN
ABOGADOS

VÍA CRISIS
Revista Electrónica de Derecho Concursal

SEZIONE DI DIRITTO FALLIMENTARE
a cura di Luciano Panzani

SEZIONE DI DIRITTO INDUSTRIALE
a cura di Massimo Travostino e Luca Pecoraro

SEZIONE DI DIRITTO TRIBUTARIO
a cura di Gilberto Gelosa

SEZIONE DI PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA
a cura di Marco Casavecchia

SEZIONE DI TRUST E NEGOZI FIDUCIARI
a cura di Riccardo Rossotto e Anna Paola Tonelli

COMITATO DI INDIRIZZO

Carlo Luigi Brambilla, Alberto Carrara, Paola Castiglioni, Luigi Gualerzi, Stefano Noro, Carlo Pessina, Ernesto Quinto, Mario Rovetti, Michele Stefanoni, Mario Tagliaferri, Maria Rachele Vigani, Ermanno Werthhammer

REDAZIONE

Maria Di Sarli (coordinatore)
Paola Balzarini, Alessandra Bonfante, Maurizio Bottoni, Mario Carena, Marco Sergio Catalano, Alessandra Del Sole, Massimiliano Desalvi, Elena Fregonara, Sebastiano Garufi, Stefano Graidi, Alessandro Monteverde, Enrico Rossi, Cristina Saracino, Marina Spiotta, Maria Venturini

HANNO COLLABORATO A QUESTO NUMERO
Raffaele Marcello, Roberto Secondo, Lucia Starola

I saggi costituenti "Studi e Opinioni" sono sottoposti a blind referees*, scelti tra professori universitari competenti nei vari settori. La valutazione degli atti di convegni e degli scritti già pubblicati o di prossima pubblicazione è riservata ai Direttori. Ogni scritto è preceduto da un* abstract *in italiano e in inglese. Saranno pubblicati scritti, oltre che in italiano, in inglese, francese, spagnolo e portoghese***.**

INDICE

Pag.

STUDI E OPINIONI

L' "attività preparatoria" della gestione affidata ai soci e l'attribuzione della relativa responsabilità 9
di **Oreste Cagnasso**

La direttiva record date *in chiave comparatistica (parte II): la prospettiva britannica* 22
di **Roberto Secondo**

La valutazione della partecipazione in caso di recesso 57
di **Raffaele Marcello**

RELAZIONI A CONVEGNI

L'obbligo di segnalazione di operazioni sospette per i professionisti 85
di **Lucia Starola**

SEGNALAZIONI DI DIRITTO COMMERCIALE 95

SEGNALAZIONI DI DIRITTO TRIBUTARIO 97

INFORMAZIONE CONVEGNI 104

SOMMARIO

STUDI E OPINIONI

L' "attività preparatoria" della gestione affidata ai soci e l'attribuzione della relativa responsabilità

Lo scritto esamina i limiti della responsabilità dei soci "gestori" di s.r.l con riferimento all'attività preparatoria ai singoli atti posti in essere dagli amministratori.

di **Oreste Cagnasso**

La direttiva *record date* in chiave comparatistica (parte II): la prospettiva britannica

Lo scritto, diviso in tre parti, prende in considerazione il recepimento in Germania, Gran Bretagna e Francia del meccanismo di legittimazione al voto fondato sulla record date, che la Direttiva 2007/36/CE intende applicare alle società quotate di tutti gli Stati membri.

Sotto un profilo generale, per ogni ordinamento l'analisi si svilupperà in due fasi.

In primo luogo, si esaminerà se, rispetto alla precedente disciplina nazionale, il nuovo meccanismo di legittimazione al voto si pone in rapporto di continuità oppure di rottura e, in quest'ultima ipotesi, si procederà ad un confronto con il sistema previgente.

In secondo luogo, si approfondiranno alcune questioni di diritto rispetto alle quali la disciplina della data di registrazione deve essere coordinata, sottolineando le eventuali problematiche che dovessero sorgere. In linea di massima, si presterà attenzione alle modalità con cui le stesse criticità sollevate in relazione all'ordinamento italiano sono affrontate nei modelli stranieri, così da individuare, in prospettiva comparatistica, sia le diverse soluzioni adottate dai legislatori nazionali, al fine di adattare il meccanismo della data di registrazione alle peculiarità del diritto interno, sia le premesse teoriche sottese a tali soluzioni, alle quali occorre fare riferimento per evidenziare le analogie e le differenze che contraddistinguono in materia le diverse tradizioni giuridiche.

di **Roberto Secondo**

La valutazione della partecipazione in caso di recesso

L'Autore prende in esame la specifica disciplina prevista per il recesso del socio nella società a responsabilità limitata, soffermandosi sui criteri legali di valutazione della partecipazione, così come interpretati dalla dottrina aziendalistica e finanziaria.

di **Raffaele Marcello**

SOMMARIO

RELAZIONI A CONVEGNI

L'obbligo di segnalazione di operazioni sospette per i professionisti

L'Autrice prende in esame le modifiche apportate ed i progetti di riforma della normativa sull'antiriciclaggio, con particolare riferimento al dovere, per i professionisti ed i revisori contabili, di individuare le operazioni sospette.

di **Lucia Starola**

INDEX-ABSTRACT

Page

STUDIES AND OPINIONS

The "preparatory work" entrusted to members of the management and the allocation of liabilities 9

The paper examines the limits to the liability of "managers" members with reference to preparatory activity and to individual actions performed by administrators.

by **Oreste Cagnasso**

The Directive *Record Date* record in a comparative light (Part II): the British perspective 22

The paper is divided into three parts, consider the implementation in Germany, United Kingdom and France of the mechanism of identification to vote based on the Record Date, the Directive 2007/36/EC will apply to listed companies of all Member States.

In general the analysis for each system will be developed in two phases. First, will be analyzed if, in comparison with the previous national legislations, the new mechanism of legitimacy to the vote stands in relation of continuity or rupture, and in the latter case, there will be a comparison with the system previously in force.

Secondly, will be analyzed some questions of law which the discipline of the record date must be coordinated with, noting the problems that may arise.

In principle, the article will focus on the ways in which the critical issues raised in the Italian system are faced by foreign models, as well as to identify, in a comparative perspective and the different solutions adopted by national legislators in order to adapt the Mechanism of the date of registration to the peculiarities of the law, both the theoretical premises underlying these solutions, to which reference helps to highlight the similarities and differences that exist in the different legal traditions.

by **Roberto Secondo**

INDEX-ABSTRACT

The evaluation of participation in case of withdrawal 57
The Author examines the specific rules provided for the withdrawal of a shareholder in a limited liability company, focusing on legal criteria for assessing participation, as interpreted by the best doctrinal companies and financial theories.
by **Raffaele Marcello**

CONFERENCES' REPORTS

The professionals' requirement to denounce suspicious transactions 85
The Author examines the changes and plans to reform rules "anti-riciclaggio", with particular reference to the duties, for professionals and accountants, to detect suspicious transactions.
by **Lucia Starola**

STUDI E OPINIONI

L' "ATTIVITA' PREPARATORIA" DELLA GESTIONE AFFIDATA AI SOCI E L'ATTRIBUZIONE DELLA RELATIVA RESPONSABILITA'*

Lo scritto esamina i limiti della responsabilità dei soci "gestori" di s.r.l. con riferimento all'attività preparatoria ai singoli atti posti in essere dagli amministratori.

di **ORESTE CAGNASSO**

1. Le "fasi" dell'attività gestoria

Nel ricostruire l'*iter* dell'attività gestoria risulta immediata la possibilità di scomporre la stessa in varie "tappe": la fase preparatoria o istruttoria diretta ad acquisire le informazioni necessarie o utili per le scelte gestionali da adottare; la fase decisionale vera e propria; l'esecuzione della medesima. Naturalmente è possibile che lo stesso soggetto o organo sia investito del compito di porle in essere, come nel caso dell'amministratore unico. Come pure è configurabile l'ipotesi opposta, che preveda l'attribuzione dei vari momenti a soggetti o organi diversi, ad esempio, rispettivamente, ai delegati, al Consiglio di Amministrazione, al suo Presidente.

Occorre però sottolineare che il legislatore attribuisce rilevanza autonoma a tali momenti e soprattutto oggi dedica particolare attenzione all'attività istruttoria. Vari sono gli indici normativi in tal senso. In primo luogo, la stessa previsione (sia pur inserita nell'ambito della disciplina del Collegio sindacale) della necessaria osservanza nell'esercizio dell'attività gestoria di corretti principi non può non riferirsi in particolare proprio alla fase preliminare e prodromica alle scelte gestionali. Tant'è vero che rappresenta un compito fondamentale, nell'ambito delle attività di competenza del Collegio sindacale, il controllo sulla gestione e in particolare su tale fase operato alla luce dei corretti principi, come anche è stato recentemente sottolineato dal documento redatto dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili[1].

---

* Lo scritto è destinato agli Studi in onore del prof. Giuseppe Zanarone.

[1] Secondo una classificazione diffusa, le competenze del Collegio Sindacale, oltre quella tipica di controllo, comprendono la funzione consultiva e quella di amministrazione di carattere sostitutivo. Come appare evidente, esiste uno stretto collegamento tra i compiti di vigilanza e quelli consultivi, dal momento che questi ultimi rappresentano in qualche modo una sorta di

Ma è soprattutto l'obbligo di creazione di assetti organizzativi amministrativi e contabili adeguati che rappresenta un indice fondamentale del rilievo attribuito alla fase istruttoria.

Infatti è convinzione diffusa che uno dei profili di maggior spicco sistematico ed operativo nell'ambito delle nuove norme in tema di *governance* della società per azioni sia appunto tale previsione[2].

Al di là dei delicati interrogativi concernenti l'attribuzione del compito all'interno del consiglio di amministrazione[3], non appare dubbio che si tratti di un

---

"anticipazione" rispetto ai primi.
La regola fondamentale, diretta ad individuare i compiti del collegio sindacale, è contenuta nell'art. 2403 c.c., che prevede l'obbligo di vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione e in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile. Pertanto il collegio sindacale deve svolgere un'attività di controllo sulla gestione sociale non solo alla luce dei parametri normativi costituiti dalla legge e dallo statuto, ma anche dei principi di corretta amministrazione. Come è stato osservato dai commentatori di questa disposizione, che rappresenta un'innovazione introdotta dalla riforma societaria, il legislatore prende come riferimento nelle valutazioni del collegio sindacale regole extragiuridiche (così come l'art. 2497 c.c., nel delineare i principi a cui deve ispirarsi l'attività di direzione e coordinamento, si riferisce ai canoni di corretta gestione societaria e imprenditoriale).
E' pacifico che gli amministratori non rispondono per errori nelle scelte gestionali e che il controllo del collegio sindacale, coerentemente, non si estende al merito della gestione. Ma è altrettanto assodato, sulla base in particolare della norma richiamata, che gli amministratori debbono porre in essere, con la diligenza richiesta e in conformità agli assetti adeguati predisposti, gli atti preparatori necessari per una scelta gestionale corretta. Il collegio sindacale ha pertanto il compito di vigilare su di essi, tenendo ogni comportamento che possa in via preventiva impedire il compimento di atti pregiudizievoli per la società.
Le norme di comportamento richiamate nel testo hanno posto particolare enfasi, nel delineare i principi da applicare da parte del Collegio Sindacale nello svolgimento della propria attività, al controllo su questa fondamentale fase dell'attività gestoria. Al proposito il Collegio Sindacale può richiedere chiarimenti, invitare ad integrare o correggere le attività poste in essere e svolgere una funzione "di orientamento". Nella stessa prospettiva si collocano le regole che prevedono il compimento di attività di consulenza.

[2] Sul tema v. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Milano, 2005; ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Milano, 2005; BUONOCORE, *Adeguatezza, precauzione, gestione, responsabilità: chiose sull'art. 2381, commi terzo e quarto, del codice civile,* in *Giur. comm.*, 2006, I, p. 19 ss; ABBADESSA, *Profili topici della nuova disciplina della delega amministrativa*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso diretto da P. Abbadessa e G. B. Portale, 2, Torino, 2007, p. 489 ss..

[3] Sulla derogabilità o non dell'attribuzione effettuata dal legislatore agli organi delegati del compito di creare gli assetti organizzativi adeguati v., con differenti soluzioni, IRRERA *op.cit.*, p. 254 ss. e ABBADESSA *op.cit.*, p. 494 ss..

profilo di fondamentale importanza nell'ambito dei doveri degli amministratori, tant'è vero che lo stesso legislatore qualifica la creazione e l'applicazione degli assetti organizzativi adeguati quale principale esplicazione dei principi di corretta amministrazione (cfr il testo dell'art. 2403 c.c.). Come pure non può esservi dubbio che l'adempimento di tale obbligo costituirà il punto di riferimento, o almeno uno dei punti di riferimento più rilevanti, nella valutazione della responsabilità degli organi sociali[4].

Nella stessa prospettiva della rilevanza attribuita dal legislatore alla fase preparatoria delle scelte gestionali possono ancora ricordarsi il ruolo del controllo interno e del relativo organo nonché di quello di vigilanza.

2. I limiti della responsabilità "indiretta"

Come è noto, sia nel sistema anteriore alla riforma societaria, sia in quello attuale la responsabilità dei deleganti per la gestione delegata ha carattere "indiretto": oggi il legislatore impone ai delegati di fornire un "flusso informativo istituzionalizzato" al Consiglio di Amministrazione; quest'ultimo ha il dovere di valutare la gestione delegata nei limiti delle informazioni ricevute, fermo restando quello di agire in modo informato.

Nel sistema anteriore sussisteva un obbligo di vigilanza sul generale andamento della gestione delegata e quindi di carattere sintetico e non analitico, con il conseguente dovere da parte dei deleganti di acquisire le necessarie informazioni per adempiere ad esso.

Oggi il sistema in qualche misura è ribaltato: come si è appena richiamato, sono i delegati a dover informare il Consiglio e l'obbligo di valutazione da parte dei deleganti sull'operato dei delegati trova un preciso limite nelle informazioni ricevute. Tuttavia i deleganti hanno altresì il dovere di richiedere ulteriori informazioni ove quelle ricevute risultino incomplete o non coerenti. Conseguentemente questi ultimi, qualora abbiano tenuto conto delle informazioni ricevute ed abbiano esaminato le stesse secondo i criteri indicati, sono esenti da responsabilità per la gestione delegata.

Si tratta di un limite alla responsabilità dei deleganti, certamente di notevole rilievo sotto il profilo operativo, idoneo a circoscrivere ed a differenziare quella

[4] ZAMPERETTI, op. cit., p. 277, che scrive: "*muovendo dalla più recente decisione di legittimità, che è incentrata sullo specifico tema del differente atteggiarsi della diligenza nelle obbligazioni a contenuto specifico e in quelle definite attraverso clausole generali, si rinviene, nella parte motiva, un principio progressivamente focalizzatosi attraverso precedenti decisioni di merito e di legittimità. In base ad esso, mentre la scelta di compiere un atto di gestione non è suscettibile di essere apprezzata in termine di responsabilità giuridica, al contrario la responsabilità può essere generata dall'eventuale omissione, da parte dell'amministratore, di quelle cautele, di quelle verifiche o di quelle informazioni preventive normalmente richieste prima di procedere a quel tipo di scelta: in altre parole, il giudizio sulla diligenza non può investire le scelte di gestione, ma il modo in cui sono compiute*".

"indiretta" dei deleganti per la gestione delegata rispetto a quella "diretta" dell'amministratore investito di potere o del Comitato esecutivo.

Come è stato recentemente sottolineato, "*ai sensi delle novellate disposizioni, la condotta dei deleganti si presta – almeno in astratto – ad essere censurata solo ed esclusivamente in relazione a quei fatti e/o situazioni di cui gli stessi deleganti siano venuti effettivamente a conoscenza ovvero che essi sarebbero stati in grado di conoscere qualora avessero correttamente vigilato sull'osservanza dei doveri informativi posti a carico dei delegati e forse, prima ancora, sull'esistenza di un'adeguata regolamentazione di quei doveri e dei relativi flussi informativi. Pure da questo punto di vista, dunque il sistema attuale sembra muoversi nella direzione di una significativa attenuazione del rischio concreto di responsabilità dei componenti del Consiglio di Amministrazione non direttamente coinvolti nella gestione sociale*"[5].

Si tratta di un "meccanismo esportabile" in altri contesti? In particolare laddove esista un'attività posta in essere da altri ed un obbligo di valutazione da parte di un soggetto o di un organo in posizione "sovraordinata"? Riterrei che alla domanda possa darsi, in certi casi, come si vedrà tra breve, risposta positiva.

3. L'attività gestoria nell'ambito della s.r.l.

Nell'ambito della società per azioni "la gestione dell'impresa spetta esclusivamente agli amministratori" (art. 2380 *bis* c.c.); l'assemblea delibera, "sulle autorizzazioni eventualmente richieste dallo statuto per il compimento di atti degli amministratori, ferma in ogni caso la responsabilità di questi per gli atti compiuti" (art. 2364, primo comma, n. 5 c.c.): le disposizioni ora richiamate costituiscono, come è noto, i parametri di riferimento normativi relativi all'attribuzione delle competenze gestorie. Da essi risulta che queste ultime spettano all'organo amministrativo, mentre all'assemblea possono essere conferiti poteri di semplice autorizzazione, ove siano previsti nello statuto.

Per contro, con riferimento alla società a responsabilità limitata, il legislatore dispone che "i soci decidono sulle materie riservate alla loro competenza dall'atto costitutivo, nonché sugli argomenti che uno o più amministratori o tanti soci che rappresentano un terzo del capitale sociale sottopongono alla loro approvazione" (art. 2479, primo comma c.c.), fermo restando il circoscritto nucleo di compiti inderogabilmente propri dell'organo amministrativo ai sensi dell'art. 2475, ultimo comma c.c.. Inoltre è "salva la possibilità che l'atto costitutivo preveda l'attribuzione a

[5] BARACCHINI, *La gestione delegata nella società per azioni*, Torino, 2008, p. 149 s..
Sull'attuale disciplina della gestione delegata v., in particolare, MONTALENTI, in ABRIANI - AMBROSINI - CAGNASSO - MONTALENTI, *Le società per azioni*, in *Trattato dir. comm.* diretto da G. Cottino, Padova, 2010, p. 618 ss.; ABBADESSA, *op. cit.* p. 489 ss.; BONELLI, *Gli amministratori di s.p.a. dopo la riforma della società*, Milano, 2004, p. 42 ss..

singoli soci di particolari diritti riguardanti l'amministrazione della società" (art. 2468, terzo comma c.c.). Pertanto la disciplina della società a responsabilità limitata è caratterizzata da un'ampia autonomia, con la possibilità di conferire alle decisioni dei soci, sia mediante una clausola dell'atto costitutivo, sia durante la vita della società attraverso l'*imput* di amministratori e soci di minoranza, competenze gestorie decisionali e autorizzative. Inoltre tali competenze possono essere "assegnate" anche a singoli soci quali diritti particolari.

Come è stato sottolineato ripetutamente dalla dottrina, netta appare la contrapposizione tra i due tipi societari, come risulta anche dalla circostanza che, conseguentemente, i soci di società a responsabilità limitata, quando siano investiti di poteri gestori, sono responsabili al pari degli amministratori, sia pure con il "correttivo" del carattere intenzionale dell'atto da loro posto in essere (art. 2476, penultimo comma c.c.)[6].

[6] Sulla distribuzione di competenze all'interno della s.r.l. cfr. MANZO, in *La riforma del diritto societario* a cura di G. Lo Cascio, Milano, 2003, 8, p. 240 ss.; RESTAINO, in *La riforma delle società* a cura di M. Sandulli e V. Santoro, Torino, 2003, 3, p. 163 ss.; RAINELLI, in *Il nuovo diritto societario. Commentario* diretto da G. Cottino e G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, p. 1905 ss.; NUZZO, in *Società di capitali. Commentario* a cura di G Niccolini e A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 3, p. 1624 ss.; GUERRIERI, in *Il nuovo diritto delle società* a cura di A. Maffei Alberti, Padova, 2005, 3, p. 2019 ss; MAGLIULO, in CACCAVALE - MAGLIULO - MALTONI - TASSINARI, *La riforma della società a responsabilità limitata*, 2° ediz., Milano, 2004, p. 251 ss.; BUONOCORE, *L'organizzazione interna della società a responsabilità riformata*, in *Riv. not.*, 2004, p. 589 ss; SANTONI, *Le decisioni dei soci nella società a responsabilità limitata*, in *Dir. e giur.*, 2003, p. 229 ss.; PATTI, *I diritti dei soci e l'assemblea nella nuova disciplina della s.r.l.*, in *Le società*, 2005, p. 440 ss.; SALAFIA, *L'assemblea dei soci nella società a responsabilità limitata*, *ivi*, 2005, p. 822 ss.; MASSA FELSANI, *Le decisioni dei soci*, in *La nuova s.r.l. Prime letture e proposte interpretative* a cura di F. Farina - C. Ibba - G. Racugno - A. Serra, Milano, 2004, p. 293 ss.; DEMURO, *Distribuzione e spostamento di competenza tra amministratori e (decisioni dei) soci nella s.r.l.*, in *Giur. comm.*, 2005, I, p. 856 ss. (e in *Scritti in onore di Vincenzo Buonocore*, III, Milano, 2005, p. 2320 ss.); BENAZZO, *Competenze di soci e amministratori nelle s.r.l.: dall'assemblea fantasma all'anarchia*, in *Le società*, 2004, p. 808 ss.; SANZO, *Le nuove s.r.l.*, Opera diretta da M. Sarale, Bologna, 2008, p. 349 ss.; ZANARONE, *Della società a responsabilità limitata*, 2, in *Il Codice Civile. Commentario* fondato da P. Schlesinger, continuato da F. D. Busnelli, Milano, 2010, p. 1251 ss.; mi sia consentito di rinviare anche a CAGNASSO, *La società a responsabilità limitata*, in *Trattato dir. comm.* diretto da G. Cottino, Padova, 2007, p. 220 ss., p. 288 ss..
Sulla responsabilità dei soci a cui siano attribuite competenze gestorie v., in particolare, MOZZARELLI, *Decisioni dei soci e profili di responsabilità degli amministratori nei confronti della s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 409 ss.; DEMURO, *Le decisioni dei soci sugli argomenti sottoposti alla loro approvazione nella s.r.l.*, Milano, 2008, p. 159 ss.; ZANARDO,

4. Gestione affidata ai soci o a singoli soci e "attività preparatoria"

Come si è già osservato, all'assemblea o alle decisioni dei soci di società a responsabilità limitata possono spettare, per scelta contenuta nell'atto costitutivo, competenze gestorie, ferme restando quelle inderogabilmente attribuite all'organo amministrativo dall'ultimo comma dell'art. 2475 c.c.. Inoltre, anche nel silenzio dell'atto costitutivo, ciascun amministratore o soci di minoranza qualificata possono sottoporre alle decisioni dei soci "singoli argomenti". Infine competenze gestorie, fatte salve quelle inderogabilmente spettanti alle decisioni dei soci o agli amministratori, possono essere conferite, quali diritti particolari, a singoli soci. E' pertanto possibile che la gestione della società sia sostanzialmente attribuita ai soci o ai singoli soci.

Tuttavia, come è stato opportunamente sottolineato[7], anche in tal caso agli amministratori compete un ruolo di rilievo, avendo pur sempre il compito di eseguire le decisioni dei soci o di singoli soci. E ciò si riflette sulla loro responsabilità, tant'è vero che il legislatore, nel caso in cui spettino competenze gestorie ai soci, estende ad essi la responsabilità degli amministratori, ma non esonera affatto questi ultimi da essa.

Ciò comporta che, nell'esecuzione delle decisioni dei soci o di singoli soci, gli amministratori debbano svolgere una funzione di "controllo", avendo il potere e il dovere di sindacarle e di non dare esecuzione a quelle pregiudizievoli per la società.

In questa prospettiva si è esattamente parlato non di soci "gestori", ma semmai di soci "cogestori", unitamente appunto agli amministratori[8].

Ma il ruolo di questi ultimi, in presenza di scelte gestionali poste in essere dai soci, si limita alla fase "esecutiva" di queste ultime o ha un carattere più incisivo? E tale ruolo, ove sussistente, quale rilievo assume in ordine alla rispettiva responsabilità degli amministratori e dei soci?

Invero, è stato ancora recentemente lucidamente sottolineato[9], la realtà imprenditoriale conosce vari "modelli" di gestione: sul presupposto di una sostanziale

---

L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della responsabilità dell'art. 2476, comma sette, c.c., in *Riv. soc.*, 2009, p. 498 ss.; BENAZZO, *I controlli nelle società a responsabilità limitata: singolarità del tipo od omogeneità della funzione?*, *ibid.*, 2010, p. 89 ss.; RICCIARDIELLO, *Il socio amministratore di S.r.l.*, Milano, 2008; ZANARONE, *op. cit.*, p. 1122 ss.

[7] V. AMBROSINI, *La responsabilità degli amministratori e dei soci "cogestori"*, in *Il nuovo diritto societario. Profili civilistici, processuali, concorsuali, penali e fiscali* a cura di S. Ambrosini, Torino, 2005, I, p. 456 ss.; AIELLO, *Le azioni di responsabilità nella s.r.l.*, Bologna, s.d.; ABRIANI-MALTONI, *Elasticità organizzativa e riparto di competenze nella nuova disciplina della società a responsabilità limitata*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, p. 23 ss.

[8] AIELLO, *op. cit.*, p. 109 ss..

[9] ANGELICI, *Note sulla responsabilità degli amministratori di società a responsabilità limitata*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 1217 ss..

compenetrazione tra soci e amministratori è configurabile e largamente diffusa la figura del *manager* socio; d'altra parte, laddove si verifichi una separazione tra soci e amministratori, viene in considerazione la figura del *manager* professionale. Tendenzialmente la prima ipotesi è caratteristica delle piccole - medio imprese societarie, la seconda delle medio - grandi imprese.

Il ruolo e la posizione degli amministratori nell'uno e nell'altro caso sono ovviamente differenti, dal momento che l'amministratore socio gestisce "affari" anche propri, mentre il gestore professionale gestisce ovviamente "affari" altrui, con una differente propensione al rischio[10].

E' quindi plausibile che la disciplina dell'una e dell'altra fattispecie sia differente.

Alla luce di tali considerazioni si potrebbe ritenere che il "silenzio" della normativa in tema di società a responsabilità limitata, dal momento che tale tipo societario è tendenzialmente applicabile alle minori imprese, debba essere "riempito" non utilizzando le regole proprie della società per azioni, ma semmai quelle dettate in tema di società di persone[11]. Fermo restando, tuttavia, il ricorso alla disciplina della società per azioni laddove la società a responsabilità limitata venga utilizzata da imprese di medio - grandi dimensioni sul modello del "*manager* professionale": in tal caso e solo in tal caso troverebbe applicazione la normativa costruita per la società per azioni[12].

In altre parole, il silenzio del legislatore consentirebbe, secondo questa prospettiva, l'utilizzo di norme differenti in relazione al modello in concreto assunto dalla società a responsabilità limitata.

Tale soluzione presuppone, tuttavia, che la disciplina dettata per la società per azioni sia "correlata" al modello della impresa medio - grande caratterizzato dalla figura del "*manager* professionale". Il che è indubbiamente vero per alcune norme, ma non sembra, a mio avviso, valere con riferimento ai principi fondamentali della *governance* propria della società per azioni, che hanno contenuto "aperto" e paiono adattabili in relazione ai vari contesti.

Accogliendo tale differente ordine di idee, anche gli amministratori di società a responsabilità limitata sono tenuti a creare assetti organizzativi adeguati, a modificarli, ove necessario, nel tempo, ad applicarli nelle varie scelte gestionarie. Si tratta di una competenza ulteriore rispetto a quelle inderogabili espressamente attribuite all'organo gestorio[13].

---

[10] ANGELICI, *op. cit.*, p. 1224 ss..
[11] ANGELICI, *op. cit.*, p. 1229.
[12] ANGELICI, *op. loc. cit.*.
[13] CAGNASSO, *Gestione attribuita ai soci della società a responsabilità limitata e ruolo degli organi di amministrazione e di controllo*, in *Riv. dir. soc.*, 2008, p. 454 ss..

Ove si ritenesse di non accogliere tali conclusioni, l'attività posta in essere nella fase preparatoria e istruttoria delle scelte gestionali dovrebbe comunque conformarsi ai canoni della diligenza e far capo, date le sue caratteristiche, agli amministratori. Questi ultimi poi hanno l'obbligo di informare i soci "gestori" dei risultati di tale attività affinché possano effettuare in modo consapevole le scelte gestionali ad essi attribuite.

Partendo da tali premesse, il ruolo degli amministratori risulterà di notevole rilievo e sicuramente tale da giustificare la responsabilità degli stessi anche per le decisioni poste in essere dai soci.

5. La responsabilità dei soci ed i suoi limiti

Il penultimo comma dell'art. 1476 c.c. prevede - lo si è già richiamato - che siano altresì solidalmente responsabili con gli amministratori, ai sensi dei precedenti commi, i soci che hanno intenzionalmente deciso o autorizzato il compimento di atti dannosi per la società, i soci o i terzi. Pertanto viene loro estesa - in presenza dei presupposti indicati dal legislatore - ed in via solidale con gli amministratori, la responsabilità gravante sui medesimi nei confronti della società e dei singoli soci e terzi[14]. Qualora si ritenesse sussistente anche la responsabilità verso i creditori sociali, quest'ultima sarebbe estensibile pure ai soci.

Trattandosi di responsabilità solidale e per di più "ai sensi dei precedenti commi" (che disciplinano le varie ipotesi di responsabilità degli amministratori), verranno in considerazione gli stessi presupposti che valgono per tali ipotesi. E quindi dovranno sussistere, a seconda dei casi, una violazione di un dovere relativo alla gestione della società, un conseguente danno al patrimonio sociale, un danno diretto al patrimonio del socio o terzo, il pregiudizio per i creditori.

Varranno anche le stesse modalità relative alle varie azioni, promuovibili dai singoli soci, dai creditori sociali, dai singoli soci o terzi.

Deve trattarsi di un atto deciso o autorizzato dai soci: quindi la responsabilità può venire in considerazione non solo nel caso in cui, in virtù di una clausola dell'atto costitutivo o per l'intervento dei soci stessi o degli amministratori, la relativa competenza sia stata attribuita alla loro decisione, ma anche nell'ipotesi in cui quest'ultima si sia limitata ad autorizzare il compimento dell'atto, lasciando all'organo gestorio la decisione finale. Inoltre sarà responsabile il socio che abbia deciso o autorizzato un atto in virtù di un diritto particolare attribuitogli.

La norma, come è sottolineato dalla relazione, parrebbe valere - anche se la gravità delle conseguenze potrebbe indurre ad una particolare cautela nell'estensione

[14] Cfr. PICCININI, *Atti gestori dannosi: i "mobili confini" della responsabilità del socio*, in *Società*, 2005, p. 450; S. ROSSI, *Deformalizzazione delle funzioni gestorie e perimetro della responsabilità da gestione nelle società a responsabilità limitata*, in *Giur. comm.*, 2004, p. 1060.

della regola - pure nel caso in cui i soci abbiano "di fatto", al di fuori delle ipotesi previste dal legislatore ed ora richiamate, deciso o autorizzato atti di gestione[15]. Ma forse in tale ipotesi potrebbe venire in considerazione non tanto la regola in esame (costruita con riferimento specifico ad atti di competenza dei soci), quanto la fattispecie, di portata generale, dell'induzione all'inadempimento.

Occorre aggiungere che la norma si riferisce alla responsabilità derivante dal compimento di singoli atti e quindi ad essa è estraneo il caso dell'amministratore di fatto[16].

Il profilo più difficile da ricostruire consiste nell'attribuire un preciso contenuto all'ulteriore presupposto, espresso con l'avverbio "intenzionalmente".

In primo luogo non è chiaro a quale elemento della fattispecie debba essere riferito. Alla decisione o all'autorizzazione o al carattere pregiudizievole dell'atto?

Se inteso nel primo senso, il requisito sembra praticamente essere privo di significato, in quanto pare difficile immaginare che una decisione o un'autorizzazione non siano state adottate intenzionalmente (almeno nel significato di consapevolmente). Oppure deve ritenersi che la decisione o l'autorizzazione debbano essere poste in essere con la consapevolezza della contrarietà dell'atto alle regole di legge ed ai principi di corretta gestione?

Qualora l'intenzionalità sia riferita al pregiudizio, la stessa è da intendersi come consapevolezza della causazione del danno o come intento di causarlo?

Invero quest'ultima interpretazione, richiedendo una sorta di dolo specifico, renderebbe quasi impossibile l'applicazione della norma. La prima soluzione appare più coerente con l'impianto normativo e con le finalità del legislatore di "mitigare" la responsabilità del socio. Infatti, in ogni caso la prova dell'intenzionalità costituisce, per chi promuove l'azione di responsabilità nei confronti del socio, non onere certamente non agevole[17].

Ferma restando la responsabilità dei soci, nei limiti indicati, per le scelte gestionali decise o autorizzate e quella degli amministratori per la loro attuazione (con il conseguente obbligo di controllo), a chi è imputabile la responsabilità in caso di creazione e applicazione di assetti organizzativi non adeguati o di carente realizzazione dell'attività preparatoria, con la conseguente adozione da parte dei soci di una scelta pregiudizievole per la società?

Se si accoglie l'opinione che tali compiti spettano necessariamente all'organo gestorio, non c'è dubbio che la responsabilità conseguente faccia capo in primo luogo agli amministratori stessi. Profilo delicato è se ad essa si aggiunga quella dei soci gestori e, in caso di risposta positiva, in quali limiti.

[15] E v. ZANARONE, *op cit.* p. 1128 ss..
[16] ZANARONE, *op cit.* p. 1127 ss..
[17] Cfr. ZANARONE, *op cit.* p. 1130 ss..

6. Attività "preparatoria" agli atti di gestione e responsabilità dei soci

Come già osservato, la dottrina ha dedicato particolare attenzione al profilo, sicuramente assai innovativo e di grande rilievo operativo, della responsabilità dei soci o del socio gestore. Al di là di numerosi dubbi interpretativi che la disciplina ha causato, e di cui si è fatto cenno nelle pagine precedenti, due profili costituiscono sicuramente linee direttive risultanti dal sistema costruito dal legislatore. Da un lato, la responsabilità dei soci o del socio gestore non si sostituisce, ma si aggiunge a quella degli amministratori, tant'è vero che giustamente si è parlato di soci o di socio cogestore. Dall'altro, appare evidente la volontà del legislatore, anche se il suo contenuto non risulta di facile individuazione, di circoscrivere in qualche misura la responsabilità dei soci: infatti la formula "atti decisi e autorizzati intenzionalmente", anche se di controversa lettura, certamente costituisce un "paletto" rispetto all'ambito della responsabilità dei soci, che quindi presuppone non solo una violazione delle regole legali o statutarie, con il conseguente danno al patrimonio della società (o del singolo socio o terzo), ma anche il carattere intenzionale dell'atto. Altri "paletti" (come si è rilevato) sono stati proposti da una parte della dottrina, sia pure contrastati da altra parte, come ad esempio la circostanza che l'atto gestorio rientri nelle competenze delineate dall'atto costitutivo.

Sotto altro profilo, ove si accolga la tesi per cui l'attività istruttoria e preparatoria degli atti di gestione rimane in ogni caso compito affidato all'organo gestorio, un ulteriore, mi pare significativo, limite alla responsabilità dei soci potrebbe risultare da una ricostruzione sistematica.

Ovviamente i rilievi contenuti nelle presenti pagine presuppongono, in primo luogo, che vi sia una "dissociazione" tra i componenti dell'organo amministrativo ed i soci. Infatti è evidente come, laddove tutti i soci siano anche amministratori, la barriera tra gli uni e gli altri, pur presente formalmente, viene meno nella sostanza. Infatti, ove venissero attribuite competenze gestorie all'assemblea dei scoi o a singoli soci, sarebbe evidente che gli stessi avrebbero il compito di porre in essere l'attività istruttoria in quanto amministratori, per effettuare le scelte gestionali ad essi attribuite in quanto soci.

Così pure il presente discorso non ha probabilmente ragione d'essere, o ha una scarsa ragione d'essere, nei casi di società di più modeste dimensioni. Infatti in tale ipotesi il diaframma tra attività istruttoria e scelta gestionale pare molto labile, per non dire quasi inesistente, se non con riferimento ad operazioni di grande rilievo per la società.

Per contro, ove venga in considerazione una società di medie – grandi dimensioni con amministratori, in tutto o in parte, differenti dai soci, la linea di demarcazione tra attività istruttoria e scelte gestionali affidate ai soci potrebbe avere un preciso significato ed una precisa rilevanza sotto il profilo operativo e, ritengo, sotto quello normativo.

Come si è osservato, l'attività diretta ad acquisire le informazioni necessarie per consentire ai soci o al singolo socio una scelta gestionale consapevole non può che essere compito degli amministratori. Anzi, ove si aderisse alla tesi per cui l'applicazione dei corretti principi gestori comporta, almeno a un certo livello dimensionale, anche per la società a responsabilità limitata l'obbligo di adottare e di applicare assetti organizzativi adeguati, tale attività dovrebbe essere posta in essere secondo procedure standardizzate e costruite *a priori*. E quindi rientrerebbe nella competenza dell'organo amministrativo (degli organi delegati, se presenti) la costruzione di tali assetti e il loro adeguamento nel tempo: in presenza di delega di potere gestorio, sarebbe compito del consiglio di amministrazione valutarli, ferma restando in ogni caso la vigilanza su di essi attribuita al collegio sindacale, ove obbligatoriamente costituito. Pertanto non solo sarebbe compito dell'organo amministrativo porre in essere l'attività istruttoria e preparatoria, ma sarebbe compito dello stesso predisporre le sue modalità di organizzazione.

In ogni caso, anche ove si ritenesse non estensibile alla s.r.l. la previsione concernente gli assetti organizzativi adeguati, l'obbligo di diligenza imposto agli amministratori, qualunque ne sia il preciso contenuto nel caso di società a responsabilità limitata, comporta che gli stessi debbano acquisire tutte le informazioni necessarie per porre in essere la scelta gestionale. Sotto altro profilo lo stesso risultato può essere argomentato estendendo agli amministratori di s.r.l. la previsione contenuta nell'ambito della disciplina delle s.p.a. di "agire" in modo informato.

Conseguentemente, ritenendo che spetti in ogni caso agli amministratori di s.r.l. di porre in essere l'attività preparatoria degli atti gestori attribuiti alla competenza dei soci o di singoli soci, i primi saranno responsabili nel caso in cui non abbiano agito con la dovuta diligenza. Pertanto la responsabilità degli amministratori, in presenza di attribuzioni gestorie a favore dei soci, concerne non solo l'esecuzione di atti pregiudizievoli, ma anche la mancata o non corretta acquisizione delle informazioni necessarie. In altre parole il "*deficit* istruttorio" è di per sé fonte di responsabilità per gli amministratori.

Ma i soci gestori (o cogestori) sono anch'essi responsabili? Non esiste pertanto solo la prospettiva della responsabilità degli amministratori che si aggiunge a quella dei soci, ma anche quella rovesciata, dell'eventuale responsabilità dei soci che si aggiunga a quella degli amministratori in presenza di un'attività istruttoria mancante o insufficiente.

Al fine di offrire una risposta all'interrogativo mi pare che possano venire in considerazione i principi ricavabili dal sistema creato dall'art. 2381 c.c.: come si è già osservato, gli amministratori deleganti sono responsabili per l'operato degli amministratori delegati o qualora non abbiano tenuto conto delle informazioni da essi ricevute o qualora non abbiano richiesto ulteriori informazioni, ove le prime fossero

carenti o contraddittorie. A tali condizioni si stende ai deleganti la responsabilità per l'operato altrui.

Mi pare che queste regole possano adattarsi anche alla fattispecie oggetto di esame. Anche qui si deve ritenere che esista un obbligo degli amministratori di sottoporre ai soci le informazioni e la documentazione acquisita durante la fase istruttoria e preparatoria della scelta gestionale affidata ai soci. Anche qui si pone il problema di una responsabilità per un'attività posta in essere da altri e che rappresenta per i soci il fondamento della propria decisione. Si deve quindi ritenere che i soci abbiano il dovere, e quindi la conseguente responsabilità, di valutare le informazioni ricevute e di eventualmente richiederne ulteriori, qualora quelle acquisite risultino insufficienti o non coerenti. In altre parole i soci o il socio gestore debbono porre in essere un'attività di controllo sull'operato degli amministratori, valutandone la sufficienza e la coerenza e, se del caso, richiedendo un supplemento di istruttoria al fine di operare una scelta gestionale consapevole. Ove omettano di comportarsi in tal modo, in presenza di una decisione o autorizzazione intenzionale, potrà scattare la previsione di responsabilità per l'atto deciso o autorizzato[18].

Tuttavia, sotto altro profilo, la regola dettata per i rapporti tra consiglio di amministrazione e delegati nell'ambito della società a responsabilità limitata rappresenta, ove estesa al nostro caso, un preciso limite alla responsabilità dei soci.

In primo luogo, mi pare che il "paletto" previsto per la responsabilità dei deleganti debba, a maggior ragione, valere per i soci di s.r.l.. Infatti, se i deleganti, che pur sono amministratori, rispondono per omesso controllo sull'operato dei delegati solo nei limiti delle informazioni ricevute (e fermo l'obbligo di agire in modo informato), tale regola varrà a maggior ragione anche per i soci gestori, che non hanno il ruolo di amministratori.

Ciò comporta che, fermo anche in questo caso l'obbligo di agire in modo informato e quindi di valutare criticamente le informazioni ricevute, i soci gestori di s.r.l. siano responsabili per la carente o insufficiente istruttoria posta in essere dagli amministratori in ogni caso nei limiti delle informazioni ricevute.

[18] E v. MOZZARELLI, *op. cit.*, p. 413, nota 5.

LA DIRETTIVA *RECORD DATE* IN CHIAVE COMPARATISTICA (2): LA PROSPETTIVA BRITANNICA

Lo scritto, diviso in tre parti, prende in considerazione il recepimento in Germania, Gran Bretagna e Francia del meccanismo di legittimazione al voto fondato sulla record date, che la Direttiva 2007/36/CE intende applicare alle società quotate di tutti gli Stati membri.

Sotto un profilo generale, per ogni ordinamento l'analisi si svilupperà in due fasi.

In primo luogo, si esaminerà se, rispetto alla precedente disciplina nazionale, il nuovo meccanismo di legittimazione al voto si pone in rapporto di continuità oppure di rottura e, in quest'ultima ipotesi, si procederà ad un confronto con il sistema previgente.

In secondo luogo, si approfondiranno alcune questioni di diritto rispetto alle quali la disciplina della data di registrazione deve essere coordinata, sottolineando le eventuali problematiche che dovessero sorgere. In linea di massima, si presterà attenzione alle modalità con cui le stesse criticità sollevate in relazione all'ordinamento italiano sono affrontate nei modelli stranieri, così da individuare, in prospettiva comparatistica, sia le diverse soluzioni adottate dai legislatori nazionali, al fine di adattare il meccanismo della data di registrazione alle peculiarità del diritto interno, sia le premesse teoriche sottese a tali soluzioni, alle quali occorre fare riferimento per evidenziare le analogie e le differenze che contraddistinguono in materia le diverse tradizioni giuridiche.

di **ROBERTO SECONDO**

1. Prima parte: il sistema della *record date* nel *Companies Act 2006* britannico

Il procedimento volto al recepimento della Direttiva 2007/36/CE (d'ora in avanti: DSHR) nel Regno Unito inizia nel 2008, con la pubblicazione, da parte del *Department for Business Enterprise & Regulatory Reform (BERR),* di un documento di consultazione rivolto agli operatori del settore giuridico-economico, agli investitori istituzionali ed

al mondo professionale[1]. Esso concerne sia, in generale, le modalità di attuazione della DSHR, sia, più nel dettaglio, le modifiche che dovranno essere apportate al *Companies Act 2006* ed invita i destinatari a presentare osservazioni e spunti di riflessione che saranno presi in considerazione in sede di recepimento[2].

Il documento di consultazione può essere suddiviso in tre parti: la prima consiste in un'introduzione volta a chiarire le sue finalità, ovvero l'adeguamento del diritto societario interno alle disposizioni comunitarie, la seconda è dedicata all'illustrazione delle modifiche che devono essere apportate al *Companies Act 2006* ed all'analisi dei costi e dei benefici delle proposte del Governo inglese (descritte nel dettaglio negli allegati al documento), mentre la terza, maggiormente "tecnica", propone la formulazione di 24 *Regulations*, tutte – ad eccezione di una – dirette a modificare la Parte 13 del *Companies Act 2006*[3].

La disciplina in vigore nel Regno Unito sulle società per azioni quotate – in relazione alla partecipazione degli azionisti alle assemblee ed al funzionamento di queste ultime – è contenuta principalmente nelle Parti 9 e 13 del *Companies Act 2006*[4], oltre

[1] Documento di consultazione *"Implementation of the directive on the exercise of certain rights of shareholders in listed companies"* del 24 ottobre 2008, reperibile sul sito www.berr.ac.uk.
[2] Le osservazioni degli interessati dovevano pervenire al Ministero entro il 30 gennaio 2009.
[3] M. L. VITALI, *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 232-233.
[4] Data la suddivisione politico-territoriale del Regno Unito, è bene precisare l'estensione applicativa del *Companies Act 2006*. Oltre all'Inghilterra, esso trova integrale applicazione in Galles, nei confronti del quale il diritto societario si qualifica come *"reserved matter"*. Lo stesso vale per la Scozia, a favore della quale permangono alcuni spazi di autonomia normativa che, tuttavia, non interessano direttamente gli argomenti oggetto della presente trattazione. Diversa è la situazione dell'Irlanda del Nord, rispetto alla quale il diritto societario è una *"devolved matter"*. Pertanto, essa è stata esclusa dall'ambito di applicazione della disciplina vigente in Gran Bretagna fin dal *Companies Act 1929*. Ciononostante, la normativa nord-irlandese è sempre stata tendenzialmente analoga a quella inglese, a tal punto che il *Companies (Northern Ireland) Order 1986* può essere considerato quasi una copia del *Companies Act 1985*. Inoltre, è stata proprio l'Irlanda del Nord a chiedere che l'ambito di applicazione del nuovo *Companies Act 2006* e della successiva legislazione britannica in materia societaria fossero estesi anche ad essa. Di conseguenza, la parte 45 del *Companies Act 2006*, rubricata *"Northern Ireland"*, agli artt. 1284 ss., ne amplia lo spazio applicativo in tutto il Regno Unito. Si noti, tuttavia, che il diritto societario rimane una *"devolved matter"* per l'Irlanda del Nord, così che non è da escludere che, in futuro, essa decida di adottare una propria autonoma disciplina in materia. V. sul punto G. MORSE ed altri, *Palmer's Company Law – Annotated Guide to the Companies Act 2006*, 2007, p. 933; DIT *(Department of Trade and Industry), Companies Act 2006: explanatory notes*, reperibile sul sito www.thecompaniesact.co.uk, pp. 3-4, punti 12 ss.

che nelle disposizioni statutarie delle singole società, nelle norme dello *UK Corporate Governance Code 2010*[5] e, infine, nei principi enunciati dalla giurisprudenza.

[5] Esso ha sostituito il *Combined Code 2008* e, secondo quanto enunciato nell'introduzione (punto 6), trova applicazione *"to all companies with a Premium Listing of equity shares regardless of whether they are incorporated in the UK or elsewhere"*. La sua funzione primaria è di dettare norme generali in tema di *corporate governance*, al fine di incentivare il buon andamento dell'amministrazione societaria (punto 4: *"the Code is a guide to a number of key components of effective board practice. It is based on the underlying principles of all good governance: accountability, transparency, probity and focus on the sustainable success of an entity over the longer term"*). Sebbene ci si riferisca al *Corporate Governance Code 2010*, così come al precedente *Combined Code 2008*, in termini di *soft law*, le sue disposizioni hanno carattere vincolante per le società quotate, giacché le *listing rules (LR)*, che regolamentano il mercato borsistico britannico, ne richiedono l'osservanza secondo la regola *"comply or explain"*. Più precisamente, la *sec.* 9.8.6(5) e (6) *LR* dispone che le società britanniche quotate nel Regno Unito devono dichiarare nella relazione annuale agli azionisti in che modo è stato applicato il *Corporate Governance Code 2010*, di modo che i soci possano valutare in che misura siano stati rispettati i principi in esso stabiliti. Qualora alcuni di essi non siano stati applicati, nella relazione devono essere indicate le norme che non sono state osservate, nonché i motivi che giustificano la loro disapplicazione. Benché l'inadempimento alle norme di *corporate governance* non comporti sanzioni di alcun genere (da cui l'utilizzo del termine *soft law*), l'assemblea degli azionisti ha la possibilità di verificarne annualmente il rispetto da parte dell'organo amministrativo, il cui operato ha così occasione di essere valutato. Sull'argomento v. P. DAVIES, *Principles of modern company law*, 2008, pp. 405-406, punto 14-31, in cui, con riferimento al precedente *Combined Code 2008*, si aggiunge che, da un lato, *"the possibility of not complying fully with the Code gives the companies in question flexibility in adapting the provisions of the Combined Code to their particular circumstances"*, mentre, dall'altro, *"the need to «explain» gives the Code a somewhat greater force than a recommendation which companies are free to accept or reject"*.

A partire da questo quadro normativo[6], il legislatore britannico ha osservato che

[6] Per avere un quadro più esauriente del modello britannico, è utile considerare che, nel Regno Unito, la disciplina generale prevista per le *public companies* consente che vengano emesse, sia alternativamente sia congiuntamente, azioni in forma cartolare *(certificated shares)* ed azioni in forma dematerializzata *(uncertificated shares).* Queste ultime sono immesse e negoziate nel sistema CREST, una base informatica gestita da *Euroclear UK*, secondo quanto previsto dalle *Uncertificated Securities Regulations 2001* (v. la definizione datane dalla *sec.* 2(1) *USR 2001: "a computer-based system, and procedures, which enable title to units of a security to be evidenced and transferred without a written instrument, and which facilitate supplementary and incidental matters"*). L'adesione al CREST è facoltativa: in particolare, le azioni nominative (le sole che possono essere tenute e negoziate in forma dematerializzata) possono essere immesse nel sistema solo col consenso di *Euroclear UK*, della società emittente e del singolo socio. L'assenso di quest'ultimo viene richiesto secondo la procedura di cui alla *sec.* 33 *USR 2001,* in base alla quale, sinteticamente, il titolare richiede all'emittente la conversione, depositando presso il medesimo il certificato azionario unitamente ad un ordine di trasferimento in favore di un *Crest-member;* la dematerializzazione avrà luogo con una successiva comunicazione dell'emittente all'operatore *(dematerialisation notice).* Per quanto riguarda, nello specifico, la disciplina prevista per le società quotate, fino al 1996 anche per esse i trasferimenti avvenivano unicamente in forma cartolare, secondo il sistema TALISMAN del *London Stock Exchange.* Esso, tuttavia, difettava di praticità, giacché la registrazione dell'alienazione di una partecipazione aveva luogo soltanto dopo due o tre settimane da quando essa era avvenuta, mentre eventuali trasferimenti intercorsi in pendenza di registrazione venivano perfezionati dal sistema solo successivamente. Le criticità di questo meccanismo si sono ampliate con il crescente sviluppo delle transazioni azionarie sul mercato borsistico, che ha comportato la necessità di abbattere i tempi di perfezionamento *(settlement)* delle operazioni. Per questo motivo, a partire dal 1996 – anno in cui viene istituito il CREST – tutte le azioni di società quotate devono essere emesse in forma dematerializzata. A tal proposito, peraltro, giova ricordare che nel Regno Unito già il *Companies Act 1985* imponeva il regime di nominatività per tutti i titoli azionari, salvo diversa previsione statutaria che permettesse l'emissione di azioni al portatore, ove interamente liberate. Attualmente, anche nelle società non quotate britanniche, la quasi totalità delle azioni è emessa in forma nominativa. Per quanto attiene alle modalità di adesione al CREST, ciascun CREST-*member* accende, per ogni categoria di titoli di un determinato emittente, uno o più conti presso di esso. A tal proposito, ogni gestore ha diverse opzioni disponibili. Innanzitutto, può decidere di aprire presso il CREST un solo conto in cui annotare indistintamente tutte le *securities* che gestisce nell'interesse di tutti i suoi clienti, nel qual caso sia nel registro del CREST che nel libro sociale che lo rispecchia risulterà titolare delle *securities* solo l'intermediario e soltanto dai suoi registri risulterà quanti e quali titoli ciascun cliente ha attribuito in custodia. Alternativamente, il gestore può decidere di aprire presso il CREST tanti conti quanti sono i suoi clienti, per cui tanto nei registri del CREST quanto nei corrispondenti libri sociali, pur risultando titolare il gestore, ciascun conto sarà individuato da un codice alfanumerico relativo ad un determinato cliente, la cui identità è sconosciuta all'emittente e risulta solo dai registri del gestore. Infine, il gestore può anche aprire presso il CREST, nell'interesse di chi lo richieda espressamente, un conto intestato all'investito-

l'ordinamento del Regno Unito soddisfaceva già molte prescrizioni della DSHR, tanto che vi sono stati dubbi sulle modalità di attuazione di quest'ultima. In particolare, il Governo inglese ha tenuto in considerazione due soluzioni alternative: quella di non recepire la direttiva comunitaria, visto che risultava già conforme alle disposizioni della DSHR, salvo la necessità di alcuni adeguamenti, e quella di procedere comunque al suo puntuale recepimento, apportando le necessarie modifiche al *Companies Act 2006.* Tenendo in considerazione le risposte pervenute nel procedimento di consultazione, il legislatore ha optato per il recepimento della DSHR[7], che è avvenuto attraverso i *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009*, approvati il 2 luglio 2009 ed entrati in vigore il 3 agosto 2009[8]. La prima soluzione, del resto, avrebbe potuto comportare costi potenzialmente alti per l'economia inglese. Essi si sarebbero riflessi in un calo della confidenza nel regime di *corporate governance*, nonché in un potenziale incremento del costo del capitale per le società del Regno Unito, dovuto ad un possibile disincentivo degli investitori stranieri ad investire in esse. Inoltre, si sarebbe registrata una minore integrazione del mercato britannico con il mercato dei capitali europei e lo Stato avrebbe potuto incorrere in una procedura di infrazione da parte della Commissione europea. Infine, ad avviso del Governo, all'attuazione delle regole dettate dalla DSHR sarebbero seguiti effetti positivi sia in considerazione del numero crescente di investitori inglesi in società quotate di altri Stati membri, sia con riguardo alle società di piccole dimensioni, le quali avrebbero potuto beneficiare dell'applicazione di alcune disposizioni di nuova introduzione[9].

Per quanto interessa specificamente il sistema della *record date*, la sostanziale conformità della disciplina inglese previgente all'attuazione della DSHR a quella voluta dal legislatore comunitario – tanto che, per la verità, sembra che quest'ultimo abbia fatto

---

re, il quale mantiene la titolarità delle *securities.* Per queste considerazioni, v. P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 937 ss., punti 27-3 e 27-4; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, 2007, pp. 242 ss.

[7] Cfr. il documento di consultazione del BERR, cit., p. 6, punto 2.8, ove si afferma: *"as a result the UK framework for shareholder rights already meets the majority of the requirements in the Directive. Our approach to implementation is to build on that existing framework by amending the Companies Act 2006 in a way which will minimise any new burdens on business"*.

[8] Essi sono stati adottati in applicazione della *sec.* 2(2) dello *European Communities Act 1972*, come preannunciato nel documento di consultazione, cit., p. 6, punto 2.9: *"we are proposing to implement the Directive by making regulations under section 2(2) of the European Communities Act 1972 which will amend the Companies Act 2006. The powers under the 1972 Act include enabling us to deal with matters arising out of or related to EU legislation by amending the law"*. V. anche M. L. VITALI, *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, cit., p. 233.

[9] Queste considerazioni sono tratte da M. L. VITALI, *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, cit., p. 235.

riferimento proprio al modello anglosassone per delineare i tratti fondamentali del meccanismo della data di registrazione – rende inopportuno tracciare una netta distinzione, con riferimento alla disciplina della legittimazione dei soci in assemblea, fra il sistema anteriore e quello successivo all'entrata in vigore dei *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009*. Al contrario, è utile approfondire il tema della *record date* in modo unitario, come si è sempre delineato nel modello britannico, evidenziando, in seguito, le innovazioni specifiche resesi necessarie per consentire la puntuale attuazione della DSHR ed approfondendo, infine, sia i profili di efficienza che lo caratterizzano che quelli di maggiore criticità, con uno sguardo ai collegamenti che questa disciplina presenta con la regolamentazione del mercato borsistico relativa ai trasferimenti azionari, al ruolo degli intermediari ed alla tenuta del libro soci.

1. Riflessioni sul meccanismo della data di registrazione nel Regno Unito: l'efficienza del sistema e l'inadeguatezza delle ipotesi di cambiamento.

Il Regno Unito ha sempre utilizzato, come criterio di legittimazione al voto in assemblea, il sistema della *record date*. Essa risulta adeguata al ruolo che si propone la data di registrazione delineata dall'art. 7 della DSHR: soltanto coloro che risultano azionisti nel giorno in cui essa è fissata hanno titolo per partecipare e votare all'assemblea successiva, indipendentemente dalle vicende traslative che possono interessare la partecipazione nel periodo ricompreso fra la *record date* e la data di svolgimento dell'adunanza[10].

Prima del recepimento della DSHR, il riferimento normativo alla data di registrazione non era contenuto nel *Companies Act 2006*, ma negli *Uncertificated Securities Regulations (USR) 2001*[11], alla *reg.* 41(1), secondo la quale *"for the purposes of determining which persons are entitled to attend or vote at a meeting, and how many votes such persons may cast, the participating issuer may specify in the notice of the meeting a time, not more than 48 hours before the time fixed for the meeting, by which a person*

[10] P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 464-465, punto 15-48.

[11] Si tratta di uno *statute* approvato il 23 novembre 2001 sulla base della *sec.* 207 *CA 1989* ed entrato in vigore il 26 novembre 2001 (cfr. *sec.* 1 *USR*), che integra le disposizioni del *Companies Act 2006* per quanto concerne, specificamente, la tenuta e la circolazione delle *uncertificated securities*, ovvero degli strumenti finanziari dematerializzati. Sul punto cfr. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., p. 242; P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 937, punto 27-3. V. anche la SEC(2006) 181 del 12 febbraio 2006 della Commissione, *http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf*. (tabella 6.1 dell'Annex 3), da cui si evince che, nell'ambito di tali strumenti finanziari dematerializzati, le azioni al portatore sono di fatto raramente emesse dalle società, sebbene formalmente ammesse dall'ordinamento.

must be entered on the relevant register of securities in order to have the right to attend or vote at the meeting".

Dalla disposizione citata emerge, innanzitutto, il fatto che la data di registrazione è collocata molto a ridosso dell'assemblea, diversamente da quanto accade sia nell'ordinamento italiano[12] che in quello tedesco[13]. Ciò porta a ritenere che il legislatore britannico abbia attribuito un peso particolare all'esigenza di ridurre il più possibile l'eventualità che all'assemblea partecipi un gran numero di soggetti i quali, avendo alienato la partecipazione nell'intervallo di tempo intercorrente fra la *record date* e la data dell'adunanza, non sono più azionisti nel giorno in cui questa si svolge. Inoltre, è da notare che la data di registrazione, diversamente da quanto avviene in Italia, non è individuata in modo rigido. Infatti, la norma stabilisce soltanto il suo termine massimo antecedente l'assemblea, lasciando alla libertà statutaria la facoltà di ridurlo anche a poche ora prima del suo svolgimento[14]. Infine, è interessante osservare che la formulazione della disposizione esprime esplicitamente la duplice funzione della data di registrazione: quella soggettiva di identificazione dei soggetti aventi legittimazione al voto e quella oggettiva di individuazione del numero di voti esprimibili da ogni soggetto legittimato.

Il legislatore inglese, al pari del legislatore italiano[15] e di quello tedesco[16], ha previsto e disciplinato la fattispecie in cui, nel periodo intercorrente fra la data di registrazione e quella dell'adunanza, il socio legittimato ad intervenire e votare in assemblea alieni la propria partecipazione ad un terzo. Ai sensi della *reg.* 41(2) *USR, "changes to entries on the relevant register of securities after the time specified by virtue of paragraph (1) shall be disregarded in determining the rights of any person to attend or vote at the meeting, notwithstanding any provisions in any enactment, articles of association or other instrument to the contrary"*. La disposizione in esame, contrariamente a quelle corrispondenti del TUF e dell'*Aktiengesetz,* per cui si tratta di una regola implicita, precisa che sono inefficaci eventuali norme previste dallo statuto o da un altro atto societario in deroga alla regola legale dell'irrilevanza delle vicende traslative successive alla data di registrazione rispetto alla legittimazione al voto all'assemblea alla quale essa si riferisce.

Ampliando il discorso sulla disciplina della data di registrazione, sebbene sia vero che essa costituisce un criterio di legittimazione non meramente tipico del Regno U-

[12] Per un approfondimento sul meccanismo della *record date* in Italia si rinvia a R. SECONDO, *L'attuazione della Direttiva "Record Date": profili di criticità e soluzioni interpretative,* in corso di pubblicazione su questa Rivista.
[13] Per la trattazione del sistema della data di registrazione in Germania, si rinvia alla prima parte di questo scritto, R. SECONDO, *La Direttiva "Record Date" in chiave comparatistica (1): la prospettiva tedesca,* in corso di pubblicazione su questa Rivista.
[14] Si noti che, in questo senso, la disciplina non si discosta da quella tedesca.
[15] Art. 83-*sexies*, secondo comma, del TUF.
[16] § 123 *Abs*. 3 *S*. 6 *AktG* e § 67 *Abs*. 2 *S*. 1 *AktG*.

nito, ma del mondo anglosassone in generale, la sua regolamentazione specifica differisce notevolmente nei vari Paesi di *common law*. È sufficiente considerare il caso degli USA, ove il diritto societario, pur contemplando in tutti gli Stati il sistema della *record date*, prevede regole ben diverse da quelle inglesi in merito alla sua determinazione. In particolare, nella maggior parte dei casi, la data di registrazione deve essere fissata fra i 60 ed i 50 giorni precedenti l'assemblea e, se non viene individuata da specifiche disposizioni statutarie in tale ampio intervallo temporale, è di norma previsto che essa "cada" il giorno precedente a quello dell'adunanza[17]. Agli occhi dell'osservatore esterno, in particolare se abituato a confrontarsi con un ordinamento, quale quello italiano, che per lungo tempo ha contemplato il blocco delle azioni per un certo periodo precedente l'assemblea, una simile disciplina può apparire inaccettabile, giacché è elevata la probabilità che, nell'arco di due mesi, abbiano luogo molteplici trasferimenti azionari, soprattutto da parte degli investitori internazionali. Di conseguenza, vi saranno molti soggetti che, pur essendo legittimati al voto nell'assemblea successiva, avranno perso da tempo la titolarità delle azioni alle quali tale voto si riferisce e, pertanto, non subiranno gli effetti, positivi o negativi, delle decisioni adottate con la loro partecipazione. Ciononostante, questa circostanza non sorprende l'investitore statunitense, il quale ritiene che si tratti di una conseguenza naturale del meccanismo della *record date* e non ne rinviene alcun motivo di contestazione[18].

Il ruolo e l'importanza della data di registrazione nel sistema delle società britanniche, nonché i vantaggi che essa offre rispetto al sistema alternativo del deposito preventivo e del blocco delle azioni, sono stati sottolineati in un rapporto – realizzato in seno allo *Shareholder Voting Working Group (SVWG)*, un gruppo di lavoro al quale hanno collaborato intermediari ed operatori economici[19] – che ha l'obiettivo di identificare

[17] A titolo di esempio, cfr. la *sec.* 213(a) della *Delaware General Corporation Law*, in base alla quale le società quotate possono determinare la data di registrazione fra il sessantesimo ed il decimo giorno precedente l'assemblea. Se la *record date* non viene individuata, allora si applica la disciplina legale residuale, secondo cui essa coincide con il termine della giornata contabile precedente la data dell'assemblea.

[18] J. WINTER, *Cross-border Voting in Europe*, in *Capital Markets and Company Law*, diretto da J. Hopt ed E. Wymeersch, 2003, p. 421, il quale osserva che *"American experts whom I consulted on this told me that they were not aware of any cases in which beneficial owners had acquired shares after the* record date *and wanted to claim the entitlement to exercise the voting right"*.

[19] Tale gruppo di lavoro, menzionato in M. L. VITALI, *Un documento consultivo britannico sulla direttiva 2007/36/CE*, cit., p. 232, viene richiamato anche nei lavori preparatori per il recepimento della DSHR, per cui v. il documento di consultazione del BERR, cit., p. 5, punti 2.2-2.3.

gli ostacoli che ancora esistono rispetto all'esercizio del diritto di voto da parte degli azionisti di società britanniche, offrendo soluzioni per porvi rimedio[20].

In tale rapporto si sottolinea un'incongruenza che attiene alla data alla quale è fissata la *record date* in relazione ai termini previsti per il conferimento delle deleghe e delle istruzioni di voto. Più in dettaglio, mentre la *reg.* 41(1) *USR* stabilisce la data di registrazione a 48 ore solari precedenti l'assemblea, la *sec.* 327 *CA 2006* prevede che la documentazione relativa alle deleghe ed alle istruzioni di voto debba pervenire alla società entro 48 ore lavorative anteriori all'avvio dei lavori assembleari, salvo il termine più prossimo all'assemblea eventualmente previsto a livello statutario. Ciò significa che il termine entro il quale l'azionista esprime, di fatto, il proprio voto, attraverso le istruzioni dirette al delegato, può essere anteriore alla data di registrazione, quindi al momento in cui si determina la titolarità della partecipazione dell'azionista ai fini della legittimazione all'esercizio del voto medesimo. In altre parole, *"shares have to be voted before voting entitlements are set"*[21]. Questa situazione ha spinto *Euroclear UK*, società a cui fa capo il sistema di gestione accentrata, a proporre un emendamento alle *Uncertificated Securities Regulations 2001*, anticipando la *record date* a 96 ore precedenti l'adunanza.

Tale modifica normativa potrebbe portare notevoli effetti positivi sia nell'ambito del sistema delle deleghe che in quello della legittimazione alla partecipazione assembleare. In primo luogo, gli azionisti che ricorrono alla delega conoscerebbero esattamente il numero di azioni in relazione alle quali sono legittimati a votare nel momento in cui presentano le istruzioni di voto. In secondo luogo, la retrodatazione della *record date* permetterebbe di avere più tempo per accertare l'identità dei soci aventi legittimazione e risolvere eventuali incongruenze ad essa relative, derivanti da discrepanze nei dati in possesso della società. In terzo luogo, gli intermediari potrebbero procedere con maggiore anticipo all'individuazione di coloro che hanno acquistato azioni dopo la pubblicazione dell'avviso di convocazione e prima della *record date*, così da inviare loro tutta la documentazione necessaria per poter partecipare all'assemblea[22].

I benefici di una *record date* anteriore alle 48 ore precedenti l'adunanza, tuttavia, non sono stati ritenuti sufficienti a vincere gli svantaggi a cui essa avrebbe portato. Innanzitutto, si deve notare che tale retrodatazione aumenterebbe il rischio che alcuni azionisti alienino la propria partecipazione dopo la data di registrazione e, pertanto, non siano più assistiti da alcun interesse sociale nel momento in cui esprimeranno il voto in adunanza. Inoltre, si creerebbe un disincentivo all'acquisto delle azioni in prossimità di

[20] P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, 2007, reperibile sul sito *www.investmentfunds.org.uk*. Esso segue altre tre indagini condotte dallo stesso autore negli anni precedenti sul medesimo tema e deve essere considerato un loro aggiornamento.
[21] P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, cit., p. 6.
[22] P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, cit., pp. 6-7.

un evento assembleare, poiché la legittimazione al voto dei nuovi soci verrebbe sospesa per un più lungo periodo di tempo. Se si considera che nel Regno Unito vige la regola "T+3", in forza della quale il perfezionamento di una transazione con l'iscrizione del nominativo del nuovo azionista nello *shareholder register* avviene decorsi tre giorni dal momento in cui ha avuto luogo la cessione borsistica[23], e che l'acquisizione della qualità di azionista coincide con l'iscrizione in tale registro[24], si evince che il periodo massimo durante il quale un soggetto, pur avendo acquistato una partecipazione, non può esercitare il diritto di voto, è di cinque giorni. Essi ricomprendono i tre giorni ordinari previsti dalla formula T+3, a cui vanno aggiunti ulteriori due giorni qualora il terzo coincida con la *record date* per l'assemblea successiva, in corrispondenza della quale la legittimazione al voto è sospesa, in capo al nuovo azionista, per ulteriori 48 ore. Seguendo questo ragionamento, nel caso in cui la data di registrazione fosse fissata a 96 ore precedenti l'assemblea, la sospensione del diritto di voto sarebbe prolungata di altre 48 ore[25]. Infine, la retrodatazione della data di registrazione potrebbe essere facilmente posta nel nulla, giacché non vi è regola in grado di impedire allo statuto delle emittenti di abbreviarla, in considerazione dell'autonomia ad esso riconosciuta dalla *reg.* 41(1) *USR*, che indica unicamente il termine massimo che deve essere rispettato.

Alla luce di queste considerazioni, il rapporto realizzato per il *Shareholder Voting Working Group* ritiene che l'attuale assetto normativo relativo alla *record date* non debba subire modificazioni[26]. L'unica novella auspicabile, che avrebbe l'effetto di porre fine alla citata discrasia fra il termine per la comunicazione del conferimento delle deleghe di voto e la data di registrazione riguarderebbe la *reg.* 41(1) *USR*, la quale dovrebbe fare riferimento, nel computo della *record date*, alle ore lavorative antecedenti l'assemblea, e non alle ore comuni[27].

---

[23] P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, cit., p. 7.
[24] N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., p. 245.
[25] P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, cit., p. 7.
[26] Si noti che l'efficienza del sistema della *record date* e, più in generale, del sistema societario britannico è empiricamente verificabile attraverso l'analisi dei tassi di partecipazione alle assemblee da parte degli azionisti, che si attestano oltre il 60%, come si osserva in P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, 2007, cit., p. 1 e nel documento di consultazione del BERR, cit., p. 5, punto 2.2.
[27] P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, cit., pp. 7-8. Come si vedrà, questo auspicio si è effettivamente tradotto in una norma di legge in occasione del recepimento della DSHR, così che, anche ai fini del calcolo della data di registrazione, occorre fare riferimento alle *working hours*. In ogni caso, l'autore citato è nettamente contrario all'introduzione nel Regno Unito di qualunque forma di blocco delle azioni, giacché si rivelerebbe, come poi sottolineerà anche il legislatore comunitario, un inaccettabile ostacolo alla circolazione dei titoli azionari in prossimità degli eventi assembleari. Sul punto, si osserva che *"shareblocking, where trading between the* record date *and the date of the meeting is prohibited, ensures that those that*

2. Il recepimento della DSHR per quanto concerne il regime della *record date*: una mera formalità

I *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009,* che hanno recepito la DSHR e dai quali non emergono rilevanti differenze rispetto al testo della legge di attuazione risultante dai lavori preparatori, hanno comportato soltanto modifiche marginali al sistema britannico della data di registrazione. Esse, tuttavia, si sono rese necessarie in considerazione del fatto che il meccanismo della *record date,* così come disciplinato nell'ordinamento inglese, potrebbe non garantire, ancorché soltanto sotto un profilo strettamente teorico, il pieno rispetto di quanto disposto dall'art. 7, primo paragrafo, lettera a), della DSHR, per cui lo Stato membro assicura che i diritti degli azionisti di partecipare all'assemblea e di votare, in funzione delle proprie azioni, non siano soggetti, da parte della società, ad alcun requisito di depositare, trasferire o registrare, a nome di un'altra persona fisica o giuridica, tali azioni prima dell'assemblea, nonché dalla lettera b) della stessa disposizione, per cui il trasferimento di una partecipazione durante il periodo che intercorre tra la data di registrazione e l'assemblea a cui questa si riferisce non può essere soggetto ad alcuna limitazione a cui non è soggetto in altri momenti. Difatti, sebbene la disciplina contenuta nella *reg.* 41(1) *USR* non preveda alcuna forma di deposito preventivo o di blocco dei titoli, non vi sono previsioni normative specifiche che impediscano che ciò accada per via statutaria. In altre parole, qualunque società quotata potrebbe, mediante una disposizione del proprio statuto, derogare alla disciplina legale, imponendo agli azionisti che intendano partecipare all'assemblea di provvedere, entro un certo termine, a depositare le azioni presso la società od un depositario da essa indicato, eventualmente associando a tale previsione l'indisponibilità dei titoli fino al termine dell'adunanza. Nonostante si tratti di un'ipotesi di difficile realizzazione concreta, non si può negare che, in questo modo, ragionando astrattamente, si verificherebbe una palese violazione del dettato della DHSR[28].

Alla luce di queste considerazioni, la *reg.* 20 dei *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009* ha introdotto, nel *Companies Act 2006,* la *sec.* 360B, la quale, nella prima *subsection,* intende risolvere il problema qui considerato.

---

vote still have an economic interest in the shares when the vote is registered. However, the restrictions this places on the ability to trade shares means that this does not have my support" (p. 1). Concordemente, J. WINTER, *Cross-border Voting in Europe,* cit., pp. 413-414.

[28] V. sul punto il documento di consultazione del BERR, cit., p. 23, punto 3.31, ove si osserva che *"Shareblocking does not take place in the UK, but there is nothing to prevent it, so the law needs to be changed in order to do this. The Directive requires Member States – where companies are unable to identify the names and addresses of shareholders when the meeting is held – to introduce a "record date" system as a requirement upon which access to the general meeting may be made conditional [...]".*

Nello specifico, la *sec.* 360B(1)(a) *CA 2006* dispone che *"any provision of a traded company's articles is void in so far as it would have the effect of imposing a restriction on a right of a member to participate in and vote at a general meeting of the company unless the member's shares have (after having been acquired by the member and before the meeting) been deposited with, or transferred to, or registered in the name of another person"*.

Riprendendo il dettato dell'art. 7 della DSHR, il legislatore inglese vieta la previsione statutaria di qualunque criterio di legittimazione al voto diverso dalla *record date* e che includa vuoi il deposito preventivo delle azioni, vuoi il loro trasferimento o la loro registrazione a nome di un terzo. Questa disposizione, peraltro, trova applicazione soltanto nei confronti delle *traded companies*, ovvero alle società ammesse alla quotazione in borsa, come precisa la nuova *sec.* 360C *CA 2006*, introdotta dalla *reg.* 21 dei *Companies Regulations 2009*[29]. Di conseguenza, si deve concludere che la disciplina della *record date* continui ad essere derogabile da parte degli statuti delle società che non ricorrono ai mercati regolamentati.

La *sec.* 360B(1)(b) *CA 2006* stabilisce che *"any provision of a traded company's articles is void in so far as it would have the effect of […] imposing a restriction on the right of a member to transfer shares in the company during the period of 48 hours before the time for the holding of a general meeting of the company if that right would not otherwise be subject to that restriction"*. Di nuovo richiamando la formulazione dell'art. 7 della DSHR, una volta vietata l'adozione di qualunque criterio di legittimazione fondato sul deposito preventivo o su operazioni ad esso assimilabili, la norma intende assicurare la libera trasferibilità delle azioni nel periodo intercorrente fra la *record date* e la data dell'assemblea, come richiesto dal legislatore comunitario.

È bene sottolineare che nessuna delle due regole citate comporta di fatto elementi di particolare novità rispetto alla situazione previgente. Esse riflettono unicamente la necessità di "formalizzare" il contenuto dell'art. 7 della DSHR nell'ordinamento britannico attraverso disposizioni espresse, quando, peraltro, la deroga statutaria alla disciplina legale della *record date*, sia nel senso della previsione del deposito preventivo obbligatorio dei titoli o di altri criteri di legittimazione al voto che nel senso del blocco delle azioni, costituiva già in precedenza un'ipotesi del tutto remota, data l'efficienza che caratterizza il sistema britannico della data di registrazione.

La *sec.* 360B(2) *CA 2006*, la quale afferma che *"a traded company must determine the right to vote at a general meeting of the company by reference to the register of members as at a time (determined by the company) that is not more than 48 hours before the time for the holding of the meeting"*, svolge due funzioni: da un lato, consente

[29] Cfr. il testo della *sec.* 360C *CA 2006*, per cui *"[...] «traded company» means a company any shares of which a) carry rights to vote at general meetings, and b) are admitted to trading on a regulated market in an EEA State by or with the consent of the company"*.

di ottemperare al formale recepimento dell'art. 7 della DSHR, dall'altro, traspone nel *Companies Act 2006*, legge ordinaria di livello primario nella gerarchia delle fonti, la medesima regola prima contenuta solo nella *reg.* 41(1) *USR*, atto di rango regolamentare[30]. In tal modo, viene scongiurata l'ipotesi che, mediante atti di livello secondario, attraverso un emendamento agli *Uncertificated Securities Regulations 2001*, si possa modificare la disciplina della *record date*, rendendola incompatibile con il dettato comunitario.

L'unica vera innovazione introdotta dalla legge di recepimento della DSHR è contenuta nella *sec.* 360B(3) *CA 2006*, secondo la quale "*in calculating the period mentioned in subsection (1)(b) or (2), no account is to be taken of any part of a day that is not a working day*". Viene così modificato il metodo di computo della data di registrazione, che non fa più riferimento alle ore comuni, ma a quelle lavorative[31]. Questa soluzione permette di superare l'incongruenza sopra richiamata in merito alle diverse modalità di calcolo dei termini per la comunicazione alla società del conferimento delle deleghe e delle istruzioni di voto, da un lato, e per la data di registrazione, dall'altro. Inoltre, computando il termine per la determinazione della *record date* in ore lavorative, la scelta del legislatore di limitare l'autonomia statutaria nella fissazione della data di registrazione, la quale rimane estremamente a ridosso dell'assemblea, si rivela una decisione obbligata. In altre parole, non sarebbe possibile avere nell'ordinamento inglese, come invece era stato suggerito nell'indagine condotta per conto dello *Shareholder Voting Working Group*, una *record date* maggiormente retrodatata rispetto al giorno dell'assemblea, sulla scorta di quanto avviene, invece, in Italia ed in Germania. Una diversa conclusione, infatti, potrebbe configurare profili di incompatibilità con la disciplina comunitaria, per la cui comprensione è necessaria una breve digressione sull'argomento dei termini di convocazione dell'assemblea nelle società quotate britanniche.

---

[30] N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., p. 243.

[31] Si ricordi che si tratta proprio della modifica normativa auspicata nel rapporto *"Review of the impediment to voting UK shares"*, presentato al *Shareholder Voting Working Group*. Per completezza, di deve aggiungere che la nuova *sec.* 360B(4) *CA 2006* precisa che il sistema della *record date* non inficia il contenuto di certe disposizioni del *Companies Act 2006* che, pur riguardando altre questioni, potrebbero apparentemente suggerire punti di contatto con esso. In particolare, si tratta delle regole concernenti gli obblighi di *disclosure* di coloro che risultano avere interessi nelle azioni di una società *(Part* 22 *CA 2006)*, i provvedimenti che impongono restrizioni sulle azioni *(Part 15 CA 1985*, che è ancora in vigore, come si osserva in G. MORSE ed altri, *Palmer's Company Law – Annotated Guide to the Companies Act 2006*, cit., p. 1111) e le previsioni statutarie che applicano tali regole. Inoltre, le nuove norme sul meccanismo della data di registrazione non riguardano in nessun caso la validità dei modelli statutari standard previsti dal Segretario di Stato, secondo quanto disposto dalla *sec.* 19 *CA 2006*, sui quali si tornerà in seguito. V. sul punto il documento di consultazione del BERR, cit., p. 23, punto 3.32.

La *sec.* 307(2) *CA 2006*, nella formulazione precedente al recepimento della DSHR, prevedeva che *"a general meeting of a public company (other than an adjourned meeting) must be called by notice of (a) in the case of an annual general meeting, at least 21 days, and (b) in any other case, at least 14 days"*[32]. Diversamente dalla disciplina prevista per le società quotate italiane, per cui l'assemblea deve sempre essere convocata, salvo casi specifici, almeno trenta giorni prima della data alla quale è fissata[33], nel Regno Unito si assisteva ad una distinzione nei termini di convocazione fra l'assemblea generale annuale *(AGM)*, che doveva tenersi obbligatoriamente una volta l'anno[34], e le altre assemblee, per le quali non erano previste regole vincolanti circa la frequenza della loro indizione. Per le prime, l'avviso di convocazione doveva essere pubblicato almeno 21 giorni prima dell'adunanza, mentre per le seconde era sufficiente la pubblicazione entro il quattordicesimo giorno precedente ad essa[35], con la precisazione

[32] Nelle *private companies*, invece, era sufficiente che l'adunanza fosse convocata entro il quattordicesimo giorno ad essa antecedente, come prevedeva la *sec.* 307(1) *CA 2006.* Inoltre, è opportuno ricordare che, qualora l'assemblea fosse indetta su richiesta dei soci, la *sec.* 304(1) *CA 2006* disponeva che essa venisse convocata entro il ventunesimo giorno da quando perveniva la richiesta e tenuta entro il ventottesimo giorno dall'emissione dell'avviso di convocazione.

[33] Art. 125-*bis* del TUF, nella formulazione prevista dall'art. 3, sesto comma, del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27.

[34] V. la *sec.* 336(1) *CA 2006: "every public company must hold a general meeting as its annual general meeting in each period of 6 months beginning with the day following its accounting reference date (in addition to any other meetings held during that period");* cfr. anche P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 440-441, punto 15-27.

[35] Lo statuto poteva prevedere termini di convocazione maggiormente retrodatati, ma non più prossimi, all'evento assembleare *(sec.* 307(3) *CA 2006)*. V. sul punto P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 440-441, punto 15-27. In realtà, a norma della *sec.* 337(2) *CA 2006*, era possibile la previsione di un termine di convocazione minore, ma, nelle *public companies*, era necessario il consenso della totalità degli azionisti titolari di azioni con diritto di voto *("an annual general meeting may be called by shorter notice than that required by section 307(2) or by the company's articles (as the case may be), if all the members entitled to attend and vote at the meeting agree to the shorter notice").* Cfr. M. ADENAS – F. WOOLDRIDGE, *European comparative company law*, 2009, p. 277, che parla più in generale di "*stringent conditions"*. Regole diverse da quelle contemplate per l'*ordinary notice* erano previste per le ipotesi eccezionali in cui si dovesse procedere ad una *special notice* (ad esempio, qualora all'ordine del giorno fosse inserita la rimozione di un amministratore o la nomina di un componente dell'organo di vigilanza). In tal caso, la società riceveva la richiesta di provocare la deliberazione per la quale tale forma di avviso era prescritta almeno ventotto giorni prima della data di svolgimento dell'assemblea ed era tenuta a darne comunicazione, insieme all'avviso di convocazione dell'adunanza, almeno 14 giorni prima di quello fissato per quest'ultima.

che, in entrambi i casi, si trattava di giorni liberi *(clear days)*, secondo quanto disposto dalla *sec.* 360 *CA 2006*[36].

Ciò premesso con riferimento alla situazione previgente ai *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009*, si devono considerare, nei limiti in cui è necessario ai fini di questa indagine, i mutamenti normativi imposti dalla DSHR sul tema dei termini di convocazione delle assemblee delle società quotate. In particolare, l'art. 5, primo paragrafo, della DSHR prevede che, fatta salva la disciplina specificamente contemplata per l'ipotesi che sia stata lanciata un'offerta pubblica di acquisto[37], gli Stati membri devono assicurare l'emissione dell'avviso di convocazione non oltre il ventunesimo giorno precedente la data dell'assemblea. Il secondo paragrafo della disposizione richiamata, inoltre, aggiunge che è facoltà degli Stati membri prevedere che le società possano emettere l'avviso di convocazione fino al quattordicesimo giorno antecedente l'assemblea, purché tutti gli azionisti abbiano la possibilità di votare con mezzi elettronici e vi sia il consenso dei soci manifestato in una decisione approvata da almeno due terzi dei voti conferiti dalle azioni o dal capitale sottoscritto rappresentati in assemblea e per una durata non superiore alla successiva assemblea annuale.

Alla luce delle regole dettate dalla DSHR, il legislatore britannico è intervenuto sul *Companies Act 2006*, novellando la già illustrata *sec.* 307 in modo da escluderne l'applicazione alle società quotate, la cui disciplina relativa alla convocazione delle assemblee viene demandata alla nuova *sec.* 307A[38].

---

[36] Per completezza, si noti che l'ordinamento britannico, prima dell'entrata in vigore del *Companies Act 2006*, prevedeva la possibilità di adottare tre tipologie di decisioni: ordinaria, straordinaria e speciale. Esse si distinguevano sia per le modalità di convocazione dell'assemblea nella quale sarebbero state adottate, sia per l'oggetto che le caratterizzava, sia per il *quorum* deliberativo previsto dalla legge. Per un'analisi della disciplina all'epoca vigente in merito a ciascuna di queste decisioni, cfr. J. DINE, *Company law*, 2005, pp. 149 ss. Il *Companies Act 2006* ha semplificato il quadro normativo, prevedendo soltanto due tipologie di decisioni che possono essere assunte in adunanza: quelle ordinarie e quelle speciali (al di là delle c.d. *written resolutions*, che consentono di evitare la convocazione di una formale assemblea, ma sono ammesse solo nelle *private companies)*, che si distinguono soltanto per l'oggetto e per il *quorum* deliberativo, giacché i termini di convocazione sono stati unificati secondo la citata regola di cui alla *sec.* 307(2) *CA 2006*. Per un approfondimento sulle differenze che contraddistinguono le due tipologie di deliberazioni, cfr. P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 437 ss., punti 15-25 ss.

[37] Sull'argomento, si rinvia, come nel testo della norma, alla direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, in GU L 142 del 30 aprile 2004, p. 12.

[38] Più specificamente, la *reg.* 9(1) dei *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009* restringe l'ambito di applicazione della *sec.* 307 *CA 2006* alle *public companies* non quotate o anche quotate, limitatamente al caso il cui l'avviso di convocazione riguardi un'assemblea indetta in occasione di un'offerta pubblica di acquisto.

A differenza della *sec.* 307 *CA 2006,* che per le *public companies* non quotate continua a prevedere due diversi termini di convocazione dell'assemblea, a seconda che si tratti di una *AGM* o di un'assemblea diversa, la *sec.* 307A *CA 2006* stabilisce che per tutte le società quotate l'avviso di convocazione dell'adunanza debba essere emesso entro il ventunesimo giorno ad essa antecedente[39]. Ciononostante, il legislatore britannico ha esercitato la facoltà offertagli dall'art. 5, secondo paragrafo, della DSHR[40], consentendo la riduzione del termine ultimo per l'indizione dell'assemblea al quattordicesimo giorno ad essa antecedente, purché non si tratti di un'assemblea generale annuale[41], la società offra a tutti gli azionisti la possibilità di votare in via elettronica[42] ed il minor termine di 14 giorni sia stato approvato con deliberazione adottata nell'ultima assemblea generale annuale[43] o in un'assemblea ad essa successiva[44]. Sia il termine ordinario per la convocazione dell'assemblea che quello ridotto devono computarsi in giorni liberi[45].

---

[39] Lo statuto, tuttavia, continua ad avere la facoltà di prevedere un termine maggiore, come espressamente disposto dalla *sec.* 307A(6) *CA 2006.*

[40] Cfr. il documento di consultazione del BERR, cit., pp. 14-15, punti 3.15 ss.

[41] *Sec.* 307A(2) *CA 2006.*

[42] Si noti che, in base alla *sec.* 307A(3) *CA 2006,* questa condizione si ritiene soddisfatta se la società offre a tutti gli azionisti la possibilità di nominare un delegato all'esercizio del voto attraverso l'utilizzo di Internet *("the condition is met if there is a facility, offered by the company and accessible to all members* [who hold shares that carry rights to vote at general meetings], *to appoint a proxy by means of a website").*

[43] Qualora la società non abbia ancora convocato un'assemblea generale annuale, in base alla *sec.* 307A(5) *CA 2006,* la riduzione del termine deve essere approvata mediante *special resolution* – dunque con una maggioranza qualificata – e non attraverso una semplice *ordinary resolution.*

[44] È interessante osservare che la medesima soluzione non è stata adottata in Italia, dove il legislatore sembra non aver voluto usufruire della facoltà di cui all'art. 5, secondo paragrafo, della DHSR. In realtà, l'art. 127 del TUF, così come novellato dall'art. 3, nono comma, del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, prevede che *"la Consob stabilisce con regolamento le modalità di esercizio del voto e di svolgimento dell'assemblea nei casi previsti dall'art. 2370, comma quarto, del codice civile".* A sua volta, l'art. 2370, quarto comma, c.c. afferma che *"lo statuto può consentire l'intervento in assemblea mediante mezzi di telecomunicazione ovvero l'espressione del voto per corrispondenza o in via elettronica".* Ciononostante, non sembra corretto sostenere che la Consob, in virtù dell'art. 127 del TUF, possa consentire l'abbreviazione del termine per l'indizione dell'assemblea. Difatti, da un lato, l'art. 125-*bis* del TUF non pare ammettere deroghe all'emissione dell'avviso di convocazione entro il trentesimo giorno precedente l'adunanza, salvo quelle ivi esplicitamente menzionate; dall'altro, la questione non sembra rientrare né nelle modalità di esercizio del voto né nelle modalità di svolgimento dell'assemblea, come invece è richiesto dall'art. 127 del TUF.

[45] V. la *sec.* 9(3) dei *Companies Regulations 2009.*

Fatte queste osservazioni, si può riprendere il discorso sulla possibile incompatibilità con il diritto comunitario di una data di registrazione che non sia a ridosso dell'adunanza. Dal momento che le ore antecedenti l'assemblea per la fissazione della *record date* sono divenute ore lavorative, è possibile che, in caso di più giorni festivi consecutivi, la data di registrazione si collochi diversi giorni prima di quello dell'assemblea, così diminuendo l'intervallo di tempo intercorrente fra l'ultimo giorno utile per la convocazione dell'adunanza e la *record date* medesima. Di conseguenza, qualora la legge prevedesse, o consentisse allo statuto delle società quotate di prevedere, una *record date* maggiormente retrodatata rispetto al termine fissato dalla *sec.* 360B *CA 2006* (ad esempio, secondo la già ricordata proposta della *Euroclear UK*, a 96 ore dall'adunanza), potrebbe non essere rispettata la prescrizione contenuta nell'art. 7, terzo paragrafo, della DSHR, secondo cui fra la data di convocazione dell'assemblea e la *record date* devono intercorrere almeno otto giorni liberi. Questa violazione del diritto comunitario avrebbe luogo, in particolare, nell'ipotesi in cui sussistano le condizioni per l'abbreviazione del termine per l'indizione dell'adunanza a 14 giorni ad essa antecedenti.

Non si può ignorare che nel Regno Unito, in realtà, con riferimento alle assemblee generali annuali, il termine per l'emissione dell'avviso di convocazione da parte delle emittenti quotate è anteriore rispetto a quello previsto dal *Companies Act 2006*. Difatti, la *sec.* E.2.4 del *Corporate Governance Code 2010* prevede espressamente che *"the company should arrange for the Notice of the AGM and related papers to be sent to shareholders at least 20 working days before the meeting"*. Tuttavia, questa regola non priva di fondamento la riflessione ora condotta, giacché la *sec.* E.2.4 del *Corporate Governance Code 2010* si applica soltanto alla procedura preassembleare di una *AGM*, così che non ha luogo la retrodatazione del termine per la convocazione di un'assemblea diversa da quella generale annuale[46]. In ogni caso, non avrebbe senso imporre il rispetto della norma del *Corporate Governance Code 2010* anche in relazione alle assemblee delle società quotate in cui gli azionisti, che hanno deciso di acconsentire all'abbreviazione del termine per la loro convocazione, hanno la possibilità di esprimere il proprio voto per via elettronica. Diversamente, infatti, verrebbe violato lo spirito della DSHR, che favorisce la semplificazione delle operazioni preliminari allo svolgimento dell'assemblea attraverso l'utilizzo delle moderne tecnologie.

Da quanto si è illustrato emerge che, in seguito al recepimento nel Regno Unito della DSHR, la struttura del procedimento preassembleare, dal momento dell'emissione

[46] Cfr. sul punto P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 451, punto 15-37, ove, sebbene con riferimento al vecchio *Combined Code 2008*, si osserva che *"in practice, neither the statutory provisions nor those in the Directive have much significance for the AGM's of listed companies, since the Combined Code suggests 20 working days' notice (in effect, 28 days' notice in statutory terms) for the AGM. However, the rules in the Directive will be significant for other meetings of listed companies"*.

dell'avviso di convocazione dell'adunanza al momento in cui quest'ultima ha luogo, con particolare riferimento alla disciplina della *record date*, è rimasta sostanzialmente immutata rispetto al regime previgente. Tale "immobilismo", lungi dal rappresentare una forma di riluttanza del legislatore inglese all'abbandono dei meccanismi tradizionali di preparazione ed organizzazione dell'assemblea generale dei soci, può ritenersi, al contrario, espressivo dell'efficienza consolidata del sistema preassembleare britannico nel suo complesso, tanto da divenire il modello sulla base del quale il legislatore comunitario ha evidentemente costruito diverse norme della DSHR[47].

3. Considerazioni sulle problematiche scaturenti dalla *record date*

Esaurita la trattazione della disciplina positiva della *record date*, è opportuno approfondirne gli aspetti problematici, cercando di offrire spunti di riflessione che tengano in considerazione, anche in chiave comparatistica, le peculiarità dell'ordinamento britannico.

3.1. La natura giuridica della data di registrazione

Come punto di partenza, ci si deve chiedere cosa accade a livello dogmatico, secondo il diritto inglese, qualora si verifichi l'alienazione di una partecipazione azionaria nel periodo intercorrente fra la data di registrazione e quella dell'adunanza. Più precisamente, occorre indagare se, in questa ipotesi, la *record date* intervenga sul piano della titolarità del diritto di voto, conferendo così all'alienante il diritto di votare liberamente ed indipendentemente dagli interessi dell'acquirente, o soltanto sul piano della mera legittimazione, nel qual caso il trasferimento della titolarità della partecipazione ricomprenderebbe anche la titolarità del diritto di voto e si configurerebbe un obbligo di astensione dalla partecipazione in assemblea in capo al vecchio socio, al fine di tutelare la preminente posizione del nuovo azionista[48].

Invero, questo discorso sembra avere una portata decisamente più ridotta rispetto a quanto accade in Italia ed in Germania, dal momento che la collocazione della *record date* a ridosso dell'evento assembleare rende di fatto molto improbabile che all'acquirente possa essere formalmente riconosciuta la qualità di socio nel momento in cui l'assemblea si svolge. Difatti, secondo la disciplina vigente nel Regno Unito, l'acquisizione della qualità di azionista coincide con l'iscrizione del cessionario nello *shareholder regi-*

[47] Si noti che, oltre all'art. 7 della DSHR, la cui origine anglosassone è particolarmente evidente, l'art. 5, primo paragrafo, primo comma, della DSHR, il quale assume come termine minimo per la convocazione dell'assemblea il ventunesimo giorno ad essa antecedente, sembra richiamare la previsione del *Companies Act 2006*, già in precedenza contenuta alla *sec.* 307.

[48] Per un'analisi più approfondita di questi aspetti, con specifico riferimento all'ordinamento italiano, v. R. SECONDO, *L'attuazione della Direttiva "Record Date": profili di criticità e soluzioni interpretative (I parte) (1. L'attuazione della Direttiva Record Date: la crisi del principio di inscindibilità delle azioni?)*, cit.

ster, le cui risultanze, salvo quanto si dirà in seguito, sono dirimenti nell'individuazione dei titolari delle azioni, ovvero hanno non solo una funzione legittimante all'esercizio dell'intervento e del voto in assemblea, ma anche una portata costitutiva della titolarità della partecipazione. Dal momento che, di norma, una volta avvenuto il trasferimento della partecipazione, occorrono diversi giorni affinché tale iscrizione abbia luogo - un termine più ampio di quello che separa la data di registrazione dall'adunanza[49] - lo *status* di socio verrebbe riconosciuto all'acquirente a cui le azioni sono state cedute dopo la *record date* soltanto successivamente all'evento assembleare, durante il quale, indipendentemente da essa, egli non sarebbe quindi titolare della partecipazione né, di conseguenza, del diritto di voto da essa conferito[50].

La data di registrazione, dunque, non assumerebbe alcun rilievo pratico nella qualificazione della situazione giuridica del cessionario della partecipazione rispetto all'esercizio del voto da parte del cedente. Colui che ha acquistato la partecipazione posteriormente alla *record date* non potrebbe in ogni caso essere qualificato come azionista il giorno dell'assemblea, nel quale, almeno sotto il profilo formale, è ancora il vecchio socio a doversi considerare titolare della partecipazione e del relativo diritto di voto.

Fatte queste premesse, si deve riconoscere che, nonostante il coordinamento fra la data di registrazione ed il meccanismo con cui si svolgono i trasferimenti dei pacchetti azionari nelle società quotate porti a concludere per la permanenza della titolarità del diritto di voto in capo all'alienante, l'esigenza di tutela degli interessi dell'acquirente non legittimato non può essere ignorata. Detto altrimenti, la distinzione, sul piano formale, fra la piena titolarità di un diritto e la mera legittimazione al suo esercizio non può porre nel nulla, sul piano sostanziale, la necessità di accordare una forma di protezione a colui che, avendo acquistato una partecipazione azionaria, sebbene l'acquisto non si sia ancora perfezionato, è già assistito dall'interesse sociale, essendo efficace nei suoi confronti ogni decisione che possa nel frattempo essere assunta in adunanza.

Al fine di individuare quale potrebbe essere la posizione dell'alienante che, nel nostro caso, si presenta in assemblea per esercitare il voto, è utile chiarire qual è, nel di-

[49] V. la già ricordata regola "T+3", menzionata in P. MYNERS, *Review of the impediment to voting UK shares*, cit., p. 6, nonché la precedente regola "T+5" citata in J. WINTER, *Cross-border Voting in Europe*, cit., p. 411. È anche vero, tuttavia, che, con la riforma del 2009, le 48 ore antecedenti l'assemblea sono ore lavorative, per cui è possibile che, in certi casi, la data di registrazione sia anteriore al tempo in cui avviene la trascrizione del libro soci del nominativo del nuovo azionista.

[50] La portata del libro soci emerge chiaramente in P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 939-940, punto 27-5, ove si afferma: *"the normal rule is that a person becomes a member of a company when they have agreed to this and their name has been entered into the company's register of members"*. Ne consegue che *"for the transferee to become the legal owner of the shares, the company must discharge a function. It must enter his or her name on the register of members in place of the transferor's name"*.

ritto inglese, la posizione del cedente e del cessionario allorché, in seguito al trasferimento della partecipazione, occorre attendere che questa si perfezioni mediante la registrazione dell'operazione nel libro soci. Dalle riflessioni della dottrina sul punto emerge che, nonostante l'acquirente non sia ancora formalmente socio – data la funzione costitutiva, e non meramente dichiarativa, della titolarità sulle azioni che deve essere attribuita alle risultanze dello *shareholder register* – esso deve comunque considerarsi portatore di un preminente interesse qualificato sulla partecipazione[51]. Ne deriva che la posizione giuridica dell'alienante è riconducibile a quella del fiduciario: egli non soltanto è tenuto a conferire all'acquirente i dividendi eventualmente percepiti nell'intervallo di tempo fra l'accordo sulla cessione della partecipazione ed il suo perfezionamento, mediante registrazione a libro soci, ma è altresì obbligato ad esercitare il voto in assemblea secondo le istruzioni da esso ricevute o, in alternativa, nominandolo suo rappresentante[52]. In altre parole, mediante una tutela di *common law* e di *equity*, il diritto inglese attribuisce particolare rilevanza al *beneficial interest* che qualifica la posizione sostanziale del cessionario della partecipazione. Egli, sebbene non sia legittimato al voto in assemblea, conserva un interesse alla deliberazione che ivi sarà assunta, giacché è proprio nei suoi confronti, e non nei confronti del cedente, che si esplicheranno i suoi effetti. Pertanto, si giustifica l'apposizione di un limite all'esercizio del voto nei confronti dell'alienante, la cui espressione non può pregiudicare gli interessi e le aspettative che assistono l'acquirente, ma, al contrario, deve tutelarli ed essere diretta alla loro soddisfazione.

È ben vero che l'argomentazione appena enunciata è stata formulata in relazione alle *certificated shares*, le quali non interessano le società quotate, dal momento che soltanto le azioni dematerializzate possono essere ammesse sul mercato borsistico. Tuttavia, non si rinvengono ostacoli all'estensione del ragionamento fin qui condotto alle *listed companies*. L'unica obiezione che potrebbe essere sollevata consiste nel fatto che, nei trasferimenti che avvengono in un mercato regolamentato, non è possibile per l'alienante conoscere le intenzioni di voto dell'acquirente e, di conseguenza, ricevere da esso istruzioni in merito. Peraltro, questa criticità verrebbe superata configurando in capo al vecchio socio un obbligo di astensione dall'espressione del voto.

---

[51] Cfr. P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 945, punto 27-8, ove, con riferimento alle *certificated shares* – ma lo stesso discorso pare ripetibile per le *uncertificated shares* – si legge: *"only if and when the transfer is registered will the transferor cease to be a member and shareholder and the transferee will become a member and shareholder. However, notwithstanding that registration has not occurred, the beneficial interest in the shares may have passed from the transferor to the transferee"*.

[52] V. sul punto P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 945-946, punto 27-8, secondo il quale *"the seller then becomes a trustee for the buyer and must account to him for any dividends he receives and vote in accordance with his instructions (or appoint him as his proxy)"*.

Nonostante le riflessioni teoriche appena enunciate siano opportune nell'ambito di un approccio critico al sistema della *record date*, si deve porre in evidenza che, sul lato concreto, anche questo istituto deve essere calato nella realtà in cui viene applicato. Si è osservato che, nell'ordinamento statunitense, si ricorre ad una *record date* alquanto retrodatata rispetto al giorno in cui si tiene l'adunanza, così che è molto più elevata la probabilità che diversi soggetti acquistino le azioni successivamente alla data di registrazione e, pertanto, subiscano le conseguenze di decisioni assembleari alle quali non sono legittimati a partecipare. Ora, se in quell'ordinamento nessun acquirente ha mai contestato il diritto di voto del proprio dante causa, poiché *"in practice the record date is accepted as a given fact"*[53], a *fortiori* la stessa conclusione dovrebbe essere raggiunta nel Regno Unito, ove l'intervallo temporale che intercorre fra la data di registrazione e quella dell'adunanza è minimo.

3.2. L'eventualità di una pluralità di convocazioni assembleari

Un ulteriore aspetto meritevole di considerazione in questa indagine riguarda il coordinamento fra la data di registrazione e le convocazioni assembleari successive alla prima.

A differenza di quanto si è visto per l'ordinamento tedesco, ove non esiste un *quorum* per la valida costituzione dell'assemblea degli azionisti, nel Regno Unito, salvo il caso di alcune *public companies* unipersonali[54], la *sec.* 318(2) *CA 2006* contempla la previsione di un *quorum* strutturale. Esso, tuttavia, non è determinato in relazione ad una percentuale o ad una frazione del capitale sociale rappresentato da azioni con diritto di voto, come avviene in Italia, ma *"two qualifying persons present at a meeting are a quorum"*. Ciò significa che l'assemblea può validamente deliberare qualora siano presenti due soci, eventualmente rappresentati dai propri *proxies*[55].

Ne consegue che, soprattutto in relazione alle società quotate, l'ipotesi che abbia luogo una seconda convocazione per mancato raggiungimento del *quorum* costitutivo è del tutto remota. Ciò è testimoniato dal fatto che il legislatore inglese non ha dettato alcuna regola specifica in merito ai termini per la riconvocazione dell'adunanza, né in relazione all'emissione ed alla pubblicazione del nuovo avviso di convocazione né con ri-

---

[53] J. WINTER, *Cross-border Voting in Europe*, cit., p. 421.

[54] In relazione ad essa non esiste *quorum* costitutivo, come si evince dalla lettura della *sec.* 318(1) *CA 2006: "in the case of a company limited by shares or guarantee and having only one member, one qualifying person present at a meeting is a quorum".*

[55] Come emerge dalla *sec.* 318(2) e (3) *CA 2006*, la locuzione *"qualifying persons"* esclude dal novero dei soggetti che concorrono a formare il *quorum* tutti coloro che non sono azionisti né rappresentanti di questi ultimi (fra i quali vanno inclusi quelli del socio che sia una persona giuridica). In ogni caso, inoltre, non è soddisfatto il *quorum* qualora i due soggetti intervenienti siano *proxies* della stessa persona fisica oppure rappresentanti del medesimo socio-persona giuridica.

ferimento al giorno, successivo alla prima riunione, entro il quale essa deve avere luogo. Ne consegue che la materia è interamente rimessa alla discrezionalità statutaria. A tal proposito, i *model articles* attualmente in vigore[56] disciplinano l'istituto dell'*adjournment* non tanto per l'improbabile eventualità che detto *quorum* non sia raggiunto, quanto per il caso in cui l'assemblea validamente costituita debba essere aggiornata per altri motivi, ovvero se interviene una richiesta in tal senso da parte dei soci oppure se il presidente lo ritiene necessario per tutelare la sicurezza degli intervenienti e garantire la regolarità dello svolgimento della procedura[57]. In particolare, la *reg.* 33(5) *Companies (Model Articles) Regulations 2008* prevede che non è necessaria l'emissione di un nuovo avviso di convocazione se la seconda riunione dei soci ha luogo entro il quattordicesimo giorno dalla prima[58], altrimenti occorre procedere alla pubblicazione di un nuovo avviso con almeno sette giorni liberi di anticipo rispetto alla data in cui si svolgerà l'adunanza[59].

La disciplina della seconda convocazione per mancato raggiungimento del *quorum* costitutivo, tuttavia, è stata oggetto di un intervento del legislatore mediante la *reg.*

---

[56] Si tratta di uno statuto standard predisposto dal legislatore attraverso uno *statute* in forza della *sec.* 19 *CA 2006* e che trova applicazione qualora la società non abbia provveduto alla formale registrazione di un proprio statuto, peraltro non obbligatoria. Inoltre, esso si applica nel caso lo statuto sia stato registrato e faccia espresso riferimento alle sue disposizioni oppure presenti delle lacune che possono essere da esse colmate. I contenuti dei *model articles* per le *public companies* sono attualmente contemplati nei *Companies (Model Articles) Regulations 2008 (Schedule 3)*, entrati in vigore il 1 ottobre 2009. Sul punto v. più ampiamente P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 62 ss., punti 3-10 e 3-11; DIT *(Department of Trade and Industry), Companies Act 2006: explanatory notes*, cit., pp. 11-12; punti 69 ss.

[57] *Reg.* 33(2) *Companies (Model Articles) Regulations 2008.* Si noti che, con il termine *adjournment* verrebbero indicati due istituti che nel nostro ordinamento sono tenuti distinti: da un lato, l'indizione della seconda convocazione assembleare per mancato raggiungimento del *quorum* costitutivo in prima convocazione e, dall'altro, il rinvio dell'adunanza di cui all'art. 2374 c.c., secondo il quale *"i soci intervenuti che riuniscono un terzo del capitale rappresentato nell'assemblea, se dichiarano di non essere sufficientemente informati sugli oggetti posti in deliberazione, possono chiedere che l'assemblea sia rinviata a non oltre cinque giorni"*.

[58] In dottrina questa regola è criticata, giacché i soci che non hanno potuto partecipare all'assemblea in prima convocazione non vengono portati a conoscenza dell'indizione di una seconda riunione, alla quale, di conseguenza, non potranno esercitare i diritti di intervento e di voto, come osserva P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 469, punto 15-52.

[59] Cfr. il testo della disposizione*:* "*if the continuation of an adjourned meeting is to take place more than 14 days after it was adjourned, the company must give at least 7 clear days' notice of it (that is, excluding the day of the adjourned meeting and the day on which the notice is given)– (a) to the same persons to whom notice of the company's general meetings is required to be given, and (b) containing the same information which such notice is required to contain"*. V. altresì P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 469, punto 15-52.

9(2) dei *Companies (Shareholders' Rights) Regulations 2009*, che, come si è visto, ha introdotto la *sec.* 307A *CA 2006.* La *subsec.* 7 di questa nuova disposizione prevede che alla seconda riunione dell'assemblea possano essere applicati termini più brevi rispetto a quelli ordinari per l'emissione dell'avviso di convocazione, purché non muti l'ordine del giorno e la seconda riunione si svolga almeno dieci giorni dopo lo svolgimento della prima[60].

Le ragioni che hanno spinto il legislatore ad intervenire su una questione prima interamente disciplinata a livello statutario sono da ricercarsi nell'art. 5, primo paragrafo, terzo comma, della DSHR, il quale, nel caso l'assemblea non sia validamente costituita per insussistenza del *quorum* strutturale, ammette la previsione di un'abbreviazione dei termini per la seconda convocazione soltanto a condizione che la procedura osservata per la prima convocazione sia stata regolare, non siano aggiunti nuovi punti all'ordine del giorno ed intercorrano almeno dieci giorni *"tra la convocazione finale e la data dell'assemblea"*. Tuttavia, l'interpretazione data dal legislatore inglese alla disposizione comunitaria appena citata è singolare, giacché la parola "convocazione finale" utilizzata dalla DSHR non verrebbe interpretata, come ha fatto il legislatore italiano all'art. 126 del TUF, nel senso di "emissione dell'ultimo avviso di convocazione", ma nel senso di "adunanza in ultima convocazione". Parimenti, il termine "assemblea" non farebbe riferimento alla riunione dei soci a cui si riferisce "la convocazione finale", ma alla prima adunanza andata deserta. In altre parole, i dieci giorni ai quali fa riferimento il terzo comma del primo paragrafo dell'art. 5 della DSHR non costituirebbero il termine minimo che deve separare l'avviso con cui è indetta la convocazione assembleare successiva alla prima dalla relativa adunanza, ma l'intervallo temporale che deve dividere la seconda convocazione assembleare (od un'altra ad essa successiva) dalla precedente. Se si aderisse alla diversa interpretazione accolta dal legislatore italiano, del resto, la disposizione comunitaria richiamata non verrebbe rispettata. Difatti, a tacere dell'assenza di specifiche disposizioni legislative a riguardo, la citata norma dei *model articles* non sarebbe in grado di garantire il rispetto del dettato della DSHR, giacché non subordina l'abbreviazione dei termini per la seconda convocazione ad un periodo di tempo minimo di dieci giorni fra la convocazione finale dell'assemblea e la data alla quale questa si svolge (essendo esso di soli sette giorni liberi)[61].

---

[60] Cfr. il dato normativo: *"where a general meeting is adjourned, the adjourned meeting may be called by shorter notice […]. But in case of an adjournment for lack of a quorum this subsection applies only if – (a) no business is to be dealt with at the adjourned meeting the general nature of which was not stated in the notice of the original meeting, ad (b) the adjourned meeting is to be held at least 10 days after the original meeting"*.

[61] Al contrario, la *reg.* 33(6) dei *model articles* già prevede, al pari del nostro ordinamento e conformemente al dettato della DSHR, l'immutabilità dei punti all'ordine del giorno fra la prima e la seconda convocazione: *"no business can be transacted at an adjourned general meeting*

Fatte queste premesse, si ripropone – anche se solo teoricamente, data la concreta difficoltà che sorgano motivi per procedere all'*adjournment* dell'assemblea – il problema se, nell'ordinamento britannico, la *record date* abbia carattere unitario e sia riferibile alla sola prima convocazione oppure non possa prescindere dal concreto atteggiarsi dell'evento assembleare, così che sono configurabili tante date di registrazione quante sono le convocazioni che hanno concretamente luogo.

Come nell'ordinamento italiano[62], anche in quello britannico pare doversi concludere per la seconda soluzione, per cui la data di registrazione si adatta all'andamento del procedimento assembleare. Infatti, seppure con la prudenza che si impone nell'ambito di un'indagine che coinvolge aspetti particolari di un ordinamento straniero, si può affermare che la nozione di assemblea, con riferimento alla quale il concetto di *"record date"* deve essere messo in relazione, corrisponde alla singola riunione dei soci, ovvero a ciascun momento di aggregazione in cui la compagine azionaria, nel rispetto di un determinato modello organizzativo, è chiamata ad assumere decisioni che incidono sulla vita della società. Questa conclusione è supportata da tre considerazioni.

In primo luogo, nell'ordinamento inglese non è rinvenibile, diversamente da quanto avviene in Italia, un termine massimo, successivo alla prima convocazione, entro il quale l'assemblea deve essere riconvocata. A parte le disposizioni contenute nei *model articles* in relazione all'organizzazione del procedimento di seconda convocazione dell'assemblea, in considerazione del fatto che la nuova riunione si tenga entro il quattordicesimo giorno dalla prima oppure in una data successiva, non si riscontrano limiti legislativi ulteriori. Ne consegue che l'adunanza in seconda convocazione può tenersi a notevole distanza di tempo dalla prima, il che renderebbe certamente ardua la configurazione del concetto di assemblea come unico procedimento complesso e dunque la costruzione teorica di una *record date* unitaria e facente riferimento alla sola prima convocazione.

In secondo luogo, se non si accogliesse l'interpretazione appena prospettata, ritenendo cioè che la nozione di assemblea possa ben ricomprendere un procedimento che si snoda, in modo compatto ed organizzato, anche in un arco temporale indefinitamente ampio, così che la data di registrazione non può che riferirsi unicamente al momento in cui tale procedimento complesso ha inizio, ovvero alla data prevista per la prima convocazione, si prospetterebbe un profilo di incompatibilità con il dettato della direttiva. Difatti, non verrebbe garantito il rispetto della regola, di cui all'art. 7, terzo paragrafo, terzo periodo, della DSHR, per cui *"la data di registrazione non può precedere di oltre*

---

which could not properly have been transacted at the meeting if the adjournment had not taken place".

[62] V. R. SECONDO: *L'attuazione della Direttiva "Record Date": profili di criticità e soluzioni interpretative (II parte) (2. La Direttiva Record Date e le convocazioni assembleari successive alla prima: l'esigenza di un coordinamento)*, cit.

trenta giorni la data dell'assemblea a cui si riferisce", applicando il ragionamento già illustrato allorché si è affrontata l'analisi dello stesso problema nel nostro ordinamento, alla quale, al fine di evitare ripetizioni, non resta che rinviare[63].

Infine, si deve osservare che la *sec.* 332 *CA 2006* dispone che *"where a resolution is passed at an adjourned meeting of a company, the resolution is for all purposes to be treated as having been passed on the date on which it was in fact passed, and is not to be deemed passed on any earlier date"*. La formulazione di questa norma sembra sottolineare, tra l'altro, che le diverse convocazioni assembleari sono pienamente autonome fra di loro. Infatti, configurando la seconda convocazione come mera continuazione, o "coda", di quella precedente, le decisioni in essa adottate potrebbero ben essere retrodatate al giorno in cui si è svolta la prima riunione. Anche questa osservazione, quindi, porta a concepire l'assemblea come singolo momento organizzato ed autonomo di aggregazione dei soci e, di conseguenza, a ritenere che vi siano tante date di registrazione quante sono le convocazioni assembleari che hanno concretamente luogo[64].

Come corollario di questa riflessione, si può notare che, anche nel Regno Unito, il soggetto che acquista la partecipazione successivamente alla *record date*, benché non legittimato a partecipare all'assemblea in prima convocazione, non essendo titolare delle azioni alla quarantottesima ora lavorativa ad essa precedente (od in corrispondenza del minor termine previsto dallo statuto), potrà partecipare all'eventuale seconda convocazione, giacché la legittimazione al voto sarà data dalla titolarità della partecipazione alla data di registrazione ad essa relativa.

3.3. La tenuta e l'aggiornamento dello *shareholder register* per l'applicazione di un criterio di legittimazione alternativo alla *record date*

Per terminare la trattazione del sistema della *record date* nell'ordinamento britannico, giova valutare se la disciplina prevista per la tenuta del libro soci consenta l'applicazione dell'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR, che legittima l'adozione di un criterio di legittimazione al voto alternativo alla data di registrazione da parte delle società che sono in grado di desumere nomi ed indirizzi dei soci da un registro degli azionisti aggiornato alla data dell'assemblea.

---

[63] R. SECONDO: *L'attuazione della Direttiva "Record Date": profili di criticità e soluzioni interpretative (II parte) (2. La Direttiva Record Date e le convocazioni assembleari successive alla prima: l'esigenza di un coordinamento)*, cit.

[64] Accogliendo questa interpretazione, tuttavia, come nell'ordinamento italiano, potrebbe non essere rispettato il dettato dell'art. 7, terzo paragrafo, ultimo periodo, della DSHR, il quale, in relazione alle assemblee in seconda convocazione, richiede che intercorrano almeno sei giorni liberi fra l'indizione della seconda convocazione assembleare e la *record date* ad essa riferita (si ricordi che nel Regno Unito tale termine non è individuato da una specifica disposizione legislativa e solo i *model articles* impongono un intervallo temporale minimo di sette giorni liberi, a fronte di una data di registrazione di due giorni liberi).

Preliminarmente, è necessario considerare qual è esattamente la funzione dello *shareholder register* delle società quotate e come si sviluppa il procedimento di iscrizione dei nuovi soci nell'ipotesi in cui una partecipazione azionaria venga alienata.

Tutte le società che hanno emesso azioni nominative sono tenute ad avere un registro degli azionisti[65]. Tuttavia, mentre le regole che governano la tenuta dello *shareholder register* nelle società che hanno emesso solo azioni in forma cartolare si trovano nel *Companies Act 2006*, quelle concernenti la gestione del medesimo registro nelle società che hanno emesso azioni dematerializzate, sole o congiunte ad azioni in forma cartolare, sono contenute nelle *Uncertificated Securities Regulations 2001*[66].

Lo *shareholder register* delle società che hanno emesso solo azioni in forma cartolare è gestito direttamente dall'emittente *(issuer register of members)*, mentre quello delle società le cui azioni sono esclusivamente dematerializzate (in particolare, le società quotate) è tenuto dal gestore del CREST *(Operator register of members)*. Infine, se le azioni della società sono in parte in forma cartolare ed in parte dematerializzate, lo *shareholder register* è diviso in due sezioni: quella relativa alle *certificated shares*, gestita direttamente dall'emittente, e quella relativa alle *uncertificated shares*, gestita nell'ambito del sistema CREST. In relazione alle azioni dematerializzate, l'emittente conserva un *"record"*, che non costituisce un vero e proprio registro degli azionisti, ma deve essere regolarmente aggiornato in modo da rispecchiare le risultanze dello *shareholder register* tenuto dal gestore del CREST[67].

Per quanto interessa specificamente le società quotate, occorre prestare particolare attenzione all'efficacia delle risultanze del registro tenuto presso il CREST. Fino al 2001, infatti, il perfezionamento di qualunque operazione di giroconto si sarebbe conclusa soltanto al momento dell'iscrizione del nominativo del nuovo azionista presso il libro soci dell'emittente, successivamente alla registrazione della transazione nello *shareholder register* del sistema CREST. La *reg.* 24(1) e (2) *USR 2001*, invece, ha rovesciato il sistema, disponendo che i registri tenuti presso il CREST costituiscono *prima facie evidence* di ciò che riportano e, in caso di conflitto, prevalgono sulle risultanze del libro soci. Ciò significa che, a differenza di quanto accade per le società aventi emesso azioni in forma cartolare, ove la qualità di socio è data dall'iscrizione del richiedente nel registro tenuto presso la società, allorché lo *shareholder register* è tenuto nell'ambito del sistema di gestione accentrata l'azionista ottiene il *legal title* già al momento dell'anno-

[65] *Sec.* 113(1) *CA 2006.*

[66] P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 954, punto 27-16.

[67] *Sch. 4, par.* 5(2) *USR 2001.* Se l'aggiornamento del *record* avviene regolarmente, in conformità delle scritture contenute nello *shareholder register*, la società non è responsabile nel caso di verifichino discrepanze fra i due registri, come si evince dal *Sch. 4, par.* 5(3) *USR 2001.* Sul punto v. P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 955-956, punti 27-17 e 17-18.

tazione del suo nominativo nel registro del CREST[68]. Il libro soci tenuto dall'emittente, degradato a livello di semplice *record*, non fa che riflettere i contenuti dello *shareholder register* e, una volta persa la portata legittimante che aveva prima della riforma del 2001, non può che conservare una funzione meramente informativa[69].

Dal punto di vista contenutistico, lo *shareholder register* gestito dal sistema CREST contiene il nome e l'indirizzo di ogni azionista, la data alla quale il nominativo di ciascuno di essi viene iscritto e quella in cui viene cancellato. Esso indica altresì la quantità e la tipologia di azioni detenute da ogni socio e la somma pagata per il loro acquisto[70].

La circolazione delle azioni in forma di *uncertificated securities* segue un processo di trasferimento peculiare. Esso si avvia allorché, nell'ambito di un *matching* di ordini di segno opposto trasmessi ai propri intermediari, l'alienante e l'acquirente raggiungono un accordo sulla cessione, il quale ha effetti meramente obbligatori relativamente al trasferimento dei titoli ed al prezzo. A questo punto, gli intermediari trasmettono al CREST per via telematica le istruzioni necessarie per eseguire la transazione. Il CREST, verificata la presenza delle condizioni previste dalle *Uncertificated Securities Regulations 2001*, procede al perfezionamento *(settlement)* della transazione, modificando le risultanze contabili del registro tenuto presso di lui[71] e successivamente inviando alla società emittente l'ordine di modificare conformemente il libro sociale[72].

---

[68] È ben vero che, trattandosi di *prima facie evidence*, è sempre ammissibile provare la diversa situazione reale, laddove, ad esempio, la sua distanza dalle risultanze del registro derivi da una condotta illecita del cedente, il quale ha proceduto ad una doppia alienazione delle azioni. Tuttavia, tali ipotesi sono di difficile realizzazione concreta, giacché le *regulations* si preoccupano di disciplinare severamente la responsabilità per istruzioni di trasferimento contraffatte, le quali producano modificazioni dei registri contabili e quindi dei libri sociali, assegnando a chi subisce le alterazioni rimedi a carattere risarcitorio (v. più ampiamente la *reg.* 36 *USR 2001*, nonché N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., pp. 245).

[69] Cfr. sul punto N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., pp. 244-245. Diversamente, P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 952, punto 27-14, il quale osserva che la *reg.* 24(1) *USR 2001* si limita ad affermare che *"a register of members is prima facie evidence"* e, dal momento che la *reg.* 3(1) *USR 2001* stabilisce che "*«register of members» means either or both of an issuer register of members and an Operator register of members"*, l'efficacia di *prima facie evidence* dovrebbe essere attribuita all'iscrizione in entrambi i registri. Di conseguenza, non si potrebbe associare al solo *Operator register* la capacità di attribuire il *legal title* a colui che vi viene iscritto.

[70] *Sch. 4, par.* 4(1) *USR 2001*. Disposizioni analoghe sono previste per il registro tenuto dall'emittente (nell'ipotesi di *certificated shares*), per le quali dispone il *Sch. 4, par.* 2(1) e (2) *USR 2001*, nonché per il *record* delle società le cui azioni sono dematerializzate, come si legge al *Sch. 4, par.* 5(1) *USR 2001*.

[71] *Reg.* 27(1) *USR 2001*. Si noti che, al fine di preservare l'integrità e la completezza dell'*Operator register*, la società che gestisce il sistema CREST non deve modificare le sue risultanze al di

La portata legittimante del registro degli azionisti emerge non solo dalle disposizioni introdotte nel *Companies Act 2006* in seguito al recepimento della DSHR, ma già dalla *Reg. 41 USR 2001*. Tale norma fa riferimento proprio allo *shareholder register* per individuare coloro che sono legittimati a ricevere l'avviso di convocazione dell'assemblea, i quali corrispondono ai soggetti iscritti a libro soci al ventunesimo giorno precedente l'emissione dell'avviso di convocazione (o alla data ad esso più prossima prevista dallo statuto)[73]; inoltre, come si è visto, esso è lo strumento necessario per identificare gli azionisti – e, dunque, i soggetti legittimati al voto – alla quarantottesima ora lavorativa precedente l'assemblea (od a quella più vicina contemplata dalle disposizioni statutarie).

Esaurita la trattazione generale sulla funzione e sulla gestione del libro soci, non resta che esaminare se questo strumento, nell'ambito del contesto finora delineato, possa ritenersi aggiornato alla data dell'assemblea, così da ipotizzare l'applicabilità, alle società quotate inglesi, di un criterio di legittimazione al voto alternativo alla *record date*.

Riprendendo una distinzione già proposta trattando questo tema negli ordinamenti italiano e tedesco[74], sembra corretto ritenere che il termine "aggiornamento", riferito al libro soci, non sia legato alla sola attualità temporale dello *shareholder register*, ma anche alla sua attualità materiale. Detto altrimenti, riprendendo le parole dell'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR, il registro degli azionisti sarebbe davvero aggiornato soltanto qualora, oltre ad essere in grado di fornire informazioni, in tempo reale, "alla data dell'assemblea", consenta all'emittente altresì di identificare esattamente "nomi e indirizzi degli azionisti", in un'ottica di completezza e trasparenza alle quali ogni aspetto della vita societaria dovrebbe essere informato.

---

fuori dell'ipotesi in cui venga perfezionata una transazione avente ad oggetto *uncertificated shares*, salvo che ciò sia ordinato da un provvedimento giurisdizionale *(Reg.* 27(5) *USR 2001)* oppure sia intervenuta la cessione di un pacchetto azionario per mezzo di una *operation of law (Reg.* 27(6) *USR 2001)*, che ha luogo soltanto in ipotesi particolari, come la morte del socio od il fallimento della società. D'altro canto, si deve aggiungere che vi sono pochi casi in cui, una volta ricevute le necessarie istruzioni nell'ambito della cessione di una partecipazione, il gestore del CREST può legittimamente rifiutarsi di procedere alle modifiche delle scritturazioni contenute nello *shareholder register*. L'ipotesi principale è data dall'esistenza di un provvedimento del giudice che disponga in tal senso *(Reg.* 27(2) *USR 2001)*.

[72] Sulle operazioni per il trasferimento delle partecipazioni, v. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., pp. 244-245; P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 951, punto 27-12.

[73] *Reg.* 41(3) e (4) *USR 2001*.

[74] V., anche per i rinvii successivi alla corrispondente disciplina del libro soci in Italia ed in Germania, R. SECONDO, *La Direttiva Record Date in chiave comparatistica (1): la prospettiva tedesca, (3. Un confronto fra il sistema italiano e quello tedesco: l'efficienza dell'Aktienregister può consentire una deroga al meccanismo della record date?)*, cit.

Sotto il profilo dell'attualità temporale, si è già osservato che lo *shareholder register* delle società quotate viene aggiornato, ad opera del sistema CREST, secondo la formula T+3. Ciò significa che il perfezionamento di una transazione azionaria, che si attua mediante la cancellazione del nominativo dell'alienante dal libro soci e la sua sostituzione con quello dell'acquirente, avviene normalmente tre giorni dopo il trasferimento della partecipazione. Ora, si è detto che il sistema di legittimazione alternativo alla data di registrazione ammesso dal legislatore comunitario dovrebbe consistere nella possibilità, da parte della società, di verificare che, all'avvio dell'assemblea, tutti i soggetti presenti, in base alle risultanze del libro soci, siano azionisti ed abbiano, pertanto, il diritto di votare sui punti all'ordine del giorno. In realtà, un simile meccanismo non sostituirebbe quello della *record date*, ma ne costituirebbe piuttosto una forma particolare, giacché, di fatto, una data di registrazione esiste e coincide con l'inizio dei lavori assembleari, quando si controlla l'identità degli intervenuti al fine di accertarne la legittimazione. Tale *record date* "virtuale" non è preclusa dal legislatore britannico, il quale, limitandosi a stabilire che la data di registrazione non può eccedere le 48 ore lavorative precedenti l'assemblea, ben consente che essa faccia riferimento proprio al giorno in cui si svolge l'evento assembleare. Di conseguenza, non paiono esservi ostacoli di tipo normativo all'applicazione dell'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR. Semmai, sarebbe necessario che le operazioni di *settlement* in seno al CREST fossero più celeri, così da permettere ai soci che hanno acquistato azioni a ridosso dell'adunanza di essere iscritti nello *shareholder register* anche a poche ore dal suo inizio, in modo tale da consentirne la legittimazione all'intervento ed al voto.

Sotto il profilo dell'attualità materiale, il *Companies Act 2006*, nella Parte 22, rubricata *"information about interests in a company's shares"*, contiene diverse disposizioni volte a permettere alla società di identificare in ogni momento la composizione del proprio azionariato[75]. In realtà, esse sono state previste essenzialmente come strumento a disposizione dell'organo amministrativo per reagire al possibile lancio di un'offerta pubblica d'acquisto[76]. Tuttavia, la loro funzionalità si estende, più in generale, al conseguimento di una maggiore trasparenza degli assetti proprietari delle società quotate[77].

---

[75] Non pare opportuno, invece, soffermarsi sulle regole relative agli obblighi di comunicazione delle partecipazioni rilevanti, sia perché esse intervengono soltanto laddove le azioni superino determinate soglie di capitale sociale, sia perché si tratta di una forma di *disclosure* degli assetti proprietari che si impone direttamente in capo al socio, e non di uno strumento in relazione al quale l'organo amministrativo della società svolge un ruolo attivo di "ricomposizione" della compagine sociale.

[76] Cfr. più ampiamente P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 1030, punto 28-49.

[77] Si noti che, in forza della *sec.* 791 *CA 2006*, esse si applicano a tutte le *public companies*, quindi non soltanto alle società quotate. Inoltre, la *sec.* 792 *CA 2006* precisa che gli obblighi di

In particolare, l'emittente può rivolgere la richiesta di *disclosure* a qualunque soggetto che possa presumibilmente avere *"interests in the company's shares"* o averli avuti nei tre anni precedenti[78]. L'interessato, entro un termine ragionevole normalmente fissato nella richiesta[79], è chiamato, innanzitutto, a negare o confermare l'esistenza di tali interessi[80]. In quest'ultimo caso, inoltre, qualora la società lo domandi, egli deve rivelare se si tratti di interessi attuali o passati e se essi coesistano, o siano coesistiti, con interessi di terzi; in entrambe le ipotesi può essere domandato al soggetto richiesto di svelare quanto a sua conoscenza a loro riguardo[81]. Infine, se gli interessi su determinate azioni non sono più attuali, l'emittente può chiedere che sia comunicata l'identità di colui al quale essi hanno fatto capo successivamente[82].

Le informazioni ricevute dalla società in merito agli "interessi sulle azioni" devono essere annotate, entro tre giorni dalla loro ricezione, in un apposito registro, detto

---

disclosure non concernono tutte le azioni, ma soltanto quelle che conferiscono al titolare il diritto di voto in assemblea.

[78] *Sec.* 793(1) *CA 2006: "a public company may give notice under this section to any person whom the company knows or has reasonable cause to believe - (a) to be interested in the company's shares, or (b) to have been so interested at any time during the three years immediately preceding the date on which the notice is issued".*

[79] *Sec.* 793(7) *CA 2006: "the information required by the notice must be given within such reasonable time as may be specified in the notice".*

[80] *Sec.* 793(2)(a) *CA 2006: "the notice may require the person – (a) to confirm that fact or (as the case may be) to state whether or not it is the case".*

[81] Cfr. il combinato disposto della *Sec.* 793(3) *CA 2006,* per cui *"the notice may require the person to whom it is addressed to give particulars of his own present or past interest in the company's shares [...]",* e dalla *Sec.* 793(4) *CA 2006,* in base alla quale *"the notice may require the person to whom it is addressed, where – (a) his interest is a present interest and another interest in the shares subsists, or (b) another interest in the shares subsisted during that three year period at a time when his interest subsisted – to give, so far as lies within his knowledge, such particulars with respect to that other interest as may be required by the notice".* Le informazioni che, nelle ipotesi menzionate, l'emittente può domandare ricomprendono, a norma della *sec.* 793(5) *CA 2006,* sia l'identità del soggetto interessato che l'esistenza di accordi di cui è o è stato parte, qualora essi abbiano od abbiano avuto ad oggetto l'esercizio di alcuni diritti conferiti dalle azioni (ad esempio, patti parasociali vertenti sull'esercizio del voto), oppure l'acquisizione, secondo gli specifichi obblighi e divieti in essi indicati, di interessi in una *public company* (sul punto v. più ampiamente le *secs.* 824 e 825 *CA 2006,* nonché P. DAVIES, *Principles of modern company law,* cit., pp. 1034-1035, punto 28-51).

[82] *Sec.* 793(6) *CA 2006: "the notice may require the person to whom it is addressed, where his interest is a past interest, to give (so far as lies within his knowledge) particulars of the identity of the person who held that interest immediately upon his ceasing to hold it".*

register of interests[83], le cui regole di gestione ricalcano quelle previste per lo *shareholder register*.

Gli obblighi di *disclosure* ora illustrati ricalcano quelli previsti dall'ordinamento tedesco, ma paiono distanziarsi per un aspetto a prima vista poco rilevante, ma in realtà in grado di incidere sull'effettiva trasparenza della compagine azionaria. Mentre il § 67 *AktG* contempla una disciplina incentrata essenzialmente sulla titolarità delle partecipazioni, la *sec.* 793 *CA 2006* ruota intorno al concetto di "interesse sulle azioni". Più precisamente, in Germania l'indagine che può essere condotta dall'emittente in merito agli assetti proprietari è diretta ad individuare quali sono i soci, ovvero i proprietari delle partecipazioni. Viceversa, nel Regno Unito la società ha il potere di individuare non solo i soci, ma chiunque sia portatore di interessi rilevanti sulle azioni, ovvero tragga da esse, in modo diretto od indiretto, qualche beneficio, principalmente, ma non esclusivamente, di natura economica[84]. Certamente, colui che ha degli interessi sulle partecipazioni coincide normalmente con il titolare formale di esse. Tuttavia, è ben possibile che le azioni siano intestate ad un fiduciario, il quale agisce nell'esclusivo interesse di un terzo, che non vuole figurare come azionista. In questa fattispecie, la normativa tedesca è inefficace, poiché alla richiesta di *disclosure* della società, il soggetto iscritto a libro soci, non trattandosi di un'ipotesi di *Dritteintragung*, potrà limitarsi ad affermare di essere il titolare della partecipazione e non un terzo avente funzioni di rappresentanza per conto del vero azionista. Al contrario, la maggiore incisività della normativa britannica rispetto ai caratteri sostanziali della struttura dell'azionariato sembrerebbe imporre al soggetto richiesto di dichiarare, oltre alla propria titolarità sulla partecipazione, se vi sono terzi che beneficiano in qualche modo delle azioni di cui esso è titolare.

Per queste ragioni, si potrebbe affermare che la disciplina inglese consente di vincere l'anonimato che investe l'istituto dell'intestazione fiduciaria, obbligando il "titolare formale" delle azioni a rivelare l'identità del "titolare reale", anche se quest'ultimo

---

[83] *Sec.* 808(1) e (2) *CA 2006.*

[84] Approfondendo la nozione di *"interest in shares"*, essa include una vasta tipologia di fattispecie, contenute nelle *secs.* 820 ss. *CA 2006*, ricomprendendo, in particolare: il beneficiario di un *trust* avente ad oggetto partecipazioni azionarie *(sec.* 820(3) *CA 2006)*, colui che conclude un accordo con cui acquista una partecipazione *(sec.* 820(4)(a) *CA 2006)*, colui che, pur non essendo il titolare delle azioni, esercita i diritti da esse conferiti o controlla le modalità del loro esercizio da parte di terzi *(sec.* 820(4)(b) e (5) *CA 2006)*, colui che ha o può acquisire il diritto di sottoscrivere azioni *(sec.* 821 *CA 2006)* o di ottenerne il trasferimento a suo favore o comunque secondo la sua volontà *(sec.* 820 (6)(a) *CA 2006)*, il familiare di chi è portatore di un interesse sulle azioni *(sec.* 822 *CA 2006)*, colui che ha il potere di influire sull'operato di un organo della società o di esercitare o controllare l'esercizio di almeno un terzo dei voti espressi nelle riunioni che riguardano tale organo, qualora l'organo stesso sia portatore di un interesse sulle azioni *(sec.* 823(1) *CA 2006).*

si ponesse, al limite, all'ultimo anello di una lunga catena di soggetti[85]. Diversamente da quanto accade in Germania ed in Italia, quindi, vi sarebbero le condizioni per assicurare una trasparenza del libro soci davvero completa.

Ancora, è possibile che l'organo amministrativo si astenga dall'inoltro di una richiesta di *disclosure*, soprattutto nel caso in cui gli stessi amministratori abbiano interessi sulle azioni della società e vogliano evitare che siano rivelati. In questo caso, è possibile che lo stesso organo amministrativo sia obbligato a procedere alla richiesta di informazioni, qualora intervenga una domanda in tal senso da un gruppo di azionisti che detengano almeno il 10% del capitale rappresentato da azioni con diritto di voto, purché tale domanda sia giustificata ed indichi le modalità attraverso le quali la società dovrà procedere[86].

Questo meccanismo sarebbe privo di effettività qualora non fosse contemplata alcuna conseguenza in caso di violazione, da parte dei soggetti richiesti, degli obblighi di *disclosure* su di essi incombenti. Pertanto, l'ordinamento inglese prevede due trattamenti sanzionatori[87]. Innanzitutto, a norma della *sec.* 795 *CA 2006*, qualora la persona interessata ometta di comunicare le informazioni richieste[88] o fornisca informazioni fal-

[85] Cfr. quanto esposto in DIT *(Department of Trade and Industry), Companies Act 2006: explanatory notes,* p. 168, punto 1114, ove, in relazione alla *sec.* 793 *CA 2006*, si sostiene che *"this provision allows the company to pursue information through a chain of nominees by requiring each in the chain to disclose the person for whom they are acting"*. V. anche P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 1031, punto 28-49, il quale ritiene che la lettera della disposizione richiamata escluda la possibilità, per il soggetto a cui è rivolta la richiesta di *disclosure*, di opporre legittimamente un patto di riservatezza stipulato con il *beneficial owner*.

[86] Cfr. la *sec.* 803 *CA 2006*, nonché P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 1031-1032, punto 28-50. Si noti che, qualora gli amministratori non diano esecuzione alla richiesta degli azionisti, sono soggetti ad una multa, come previsto dalla *sec.* 804 *CA 2006*. Inoltre, la *sec. 805 CA 2006* dispone che, al termine dell'indagine così condotta su richiesta dei soci, l'organo amministrativo prepari una relazione che illustri i risultati ai quali essa ha portato. Tale relazione deve essere depositata presso la sede legale dell'impresa entro 15 giorni dalla conclusione dell'indagine. Qualora il procedimento duri un lungo periodo di tempo, ogni tre mesi dovrà essere predisposta una relazione parziale. A norma della *sec.* 807 *CA 2006*, ogni interessato può avere accesso alle relazioni presentate dall'organo amministrativo e richiederne copia. In merito al diritto di accesso dei soci al registro degli azionisti, cfr. V. JOFFE ed altri, *Minority shareholders (law, practice and procedure)*, 2008, p. 124 ss., punti 3.42 ss.

[87] P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., p. 1032 ss., punto 28-50.

[88] Ovviamente, come osserva P. DAVIES, *Principles of modern company law*, cit., pp. 1032-1033, punto 28-50, se la società non ottiene informazioni perché il soggetto richiesto non ne possiede alcuna, l'obbligo di *disclosure* non può ritenersi violato.

se, è soggetto alla pena della reclusione, sola o congiunta ad una pena pecuniaria[89]. Inoltre, secondo quanto disposto dalla *sec.* 796 *CA 2006*, nel caso in cui, entro i termini stabiliti dall'emittente, il soggetto richiesto si rifiuti di ottemperare al dovere di *disclosure*, la società può ricorrere al giudice, il quale ha il potere di imporre restrizioni sulle azioni detenute dalla persona inadempiente. Esse consistono nella nullità di eventuali future alienazioni, nella sospensione del diritto di voto ad esse relativo, nell'impossibilità di emettere nuove azioni in occasione di un'offerta fatta al soggetto richiesto, nonché nella sospensione del pagamento dei dividendi e di qualunque altra somma dovuta in forza dei diritti patrimoniali conferiti dalle azioni interessate dal provvedimento, salvo che nel caso di liquidazione della società[90].

Alla luce di queste regole e per una sintesi di quanto appena esposto, è evidente il confronto fra la timidezza dell'intervento del nostro legislatore sul tema in esame, che si rispecchia nella formulazione dell'art. 83-*duodecies* del TUF, e l'incisività della disciplina introdotta dal legislatore britannico con la *sec.* 793 *CA 2006.* Lo *shareholder register*, nel bilanciamento fra valori contrapposti di cui si è trattato, privilegia senza dubbio l'informazione e la trasparenza degli assetti proprietari. Ciò si esprime sia nell'ampiezza dei poteri attribuiti alla società ed ai soci per il raggiungimento di tale obiettivo, sia nelle modalità attraverso le quali essi si estrinsecano, sia nelle misure volte a garantirne l'effettività.

Sul piano dei contenuti, rispetto ai quali il sistema inglese si rivela ancora più efficace di quello tedesco, emerge l'attenzione del *Companies Act 2006* alla struttura sostanziale della compagine azionaria. Il legislatore britannico non si accontenta dell'individuazione dei titolari formali delle partecipazioni, ma guarda alla determinazione di quali siano effettivamente i soggetti portatori di interessi rilevanti su di esse, così impedendo che l'interesse all'anonimato, il quale, in questo contesto, sembrerebbe qualificabile quasi come “disvalore”, possa trovare forme di soddisfazione attraverso il ricorso all'intestazione fiduciaria[91].

---

[89] La dimostrazione, da parte del soggetto richiesto, del carattere futile o vessatorio della domanda costituisce un'esimente in caso di omessa comunicazione delle informazioni *(sec.* 795(2) *CA 2006)*. Inoltre, l'astensione è legittima qualora sia avallata da una decisione del *Secretary of State*, assunta previa consultazione del Governatore della Banca d'Inghilterra e sulla base di ragioni particolari che giustificano la disapplicazione delle regole su cui si fonda l'obbligo di *disclosure (sec.* 796 *CA 2006).*

[90] Cfr. la *sec.* 797(1) *CA 2006.*

[91] Si noti la differenza che intercorre fra il sistema inglese e quello italiano non soltanto dal punto di vista della disciplina positiva, ma anche sotto il profilo dei principi su cui essa si fonda. Nel Regno Unito la trasparenza assume un ruolo fondamentale per una buona amministrazione della società, rispetto al quale le ragioni della *privacy* degli azionisti devono necessariamente soccombere. Al contempo, in Italia, queste sono da ritenersi preminenti, così che l'interesse particolare del singolo all'anonimato prevale sull'interesse generale della società alla trasparenza e,

Sul piano delle modalità di intervento, è certamente apprezzabile, tanto a livello di semplicità organizzativa quanto a livello di celerità procedimentale, il potere delle emittenti di rivolgersi direttamente ai soggetti interessati per ottenere le necessarie informazioni, senza che, quindi, fra il soggetto richiedente ed il soggetto richiesto si frappongano dei terzi, come, ad esempio, gli intermediari[92].

Infine, sul piano dell'efficacia del meccanismo, il sistema sanzionatorio predisposto a carico di coloro che si rifiutano di ottemperare agli obblighi di *disclosure* si rivela certamente molto severo. Esso include sia sanzioni penali, pecuniarie e detentive, sia sanzioni civili, che colpiscono, da un lato, il potere dispositivo del socio sulle proprie azioni e, dall'altro, il godimento dei diritti patrimoniali ed amministrativi da esse conferiti[93]. A bene vedere, tuttavia, tale severità di trattamento si rivela inevitabile per garantire il rispetto di quelle regole di trasparenza che, agli occhi del legislatore inglese, sono essenziali per un sistema di *governance* davvero efficiente.

In conclusione, non appare revocabile in dubbio la capacità del libro soci inglese di riflettere esattamente la reale composizione degli assetti proprietari delle *public companies* e, in particolare, delle società quotate. Pertanto, tornando al discorso iniziale, si può affermare che, qualora il sistema CREST riuscisse a completare il procedimento di *settlement* delle transazioni azionarie nell'arco di alcune ore, l'attualità temporale e materiale caratterizzanti lo *shareholder register* consentirebbero l'applicazione dell'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR. L'emittente, pertanto, avrebbe la possibilità di accertare l'identità degli azionisti il giorno stesso in cui l'assemblea si svolge e si eviterebbe l'eventualità che, attraverso il meccanismo della *record date*, vi partecipino

---

anche qualora il soggetto richiesto non abbia opposto all'emittente la riservatezza dei propri dati, l'indagine condotta dalla società dovrà necessariamente fermarsi, come nell'ordinamento tedesco, all'individuazione dei titolari formali delle azioni, senza la possibilità di identificare coloro che, attraverso strumenti quali l'intestazione fiduciaria, sono realmente i soggetti portatori di interessi sulle partecipazioni, la cui identità non può che rimanere celata. Inoltre, non si può nascondere che in Italia l'elevato grado di tutela dell'interesse particolare dei singoli azionisti all'anonimato e, di conseguenza, il raggiungimento di un livello di trasparenza relativamente basso degli assetti proprietari potrebbero confliggere con importanti interessi generali dell'ordinamento, come la repressione penale di certe forme di azione della criminalità organizzata, fra le quali emerge, in modo particolare, quella dei finanziamenti illeciti alle società.

[92] Anche in questo caso, si deve sottolineare la diversità della disciplina contemplata nel nostro ordinamento, in cui l'art. 83-*duodecies* del TUF prevede che il procedimento di *disclosure* includa, fra l'altro, l'intervento della società di gestione accentrata, spezzando così il legame diretto fra la società ed i propri azionisti.

[93] Giova sottolineare la particolare rigidità di questo trattamento sanzionatorio, non solo rispetto alla disciplina italiana, ma anche in relazione alla disciplina tedesca, la quale non si spinge né ad impedire l'alienazione della partecipazione del soggetto inadempiente né a negare a quest'ultimo la riscossione dei dividendi a cui le azioni da esso detenute danno diritto.

soggetti che non sono più soci nel momento in cui essa ha luogo e, per effetto, non subiscono le conseguenze delle deliberazioni che vi vengono assunte.

Peraltro, la data di registrazione non verrebbe soppressa, ma farebbe riferimento all'apertura dei lavori assembleari e, più precisamente, al momento in cui viene verificata la legittimazione dei presenti in base alle risultanze dello shareholder register. In tal modo, non si porrebbe più il problema dogmatico della distinzione fra i concetti di titolarità e legittimazione in merito al diritto di voto, scaturente dall'inquadramento teorico della record date, dal momento che coloro che risultano azionisti in base alle scritturazioni del libro soci nel giorno di svolgimento dell'assemblea sarebbero al tempo stesso titolari del diritto di voto e legittimati al suo esercizio.

STUDI E OPINIONI

LA VALUTAZIONE DELLA PARTECIPAZIONE IN CASO DI RECESSO

L'Autore prende in esame la disciplina prevista per il recesso del socio nella società a responsabilità limitata, soffermandosi sui criteri legali di valutazione della partecipazione, così come interpretati dalla dottrina aziendalistica e finanziaria.

di **RAFFAELE MARCELLO**

1. Il diritto di recesso: profili generali

L'istituto del recesso per la S.r.l. si caratterizza per l'esistenza di una specifica normativa dettata dalla legge che riflette in maniera eloquente la maggiore autonomia contrattuale riconosciuta alle società medesime dalla riforma del 2003[1].

Nella disciplina previgente, esso assumeva un rilievo "marginale", considerata la scarsa benevolenza mostrata dal legislatore, in ragione sia della ristrettezza dei casi nei quali tale diritto poteva essere esercitato, sia dell'iniquità (per il recedente) dei criteri di valutazione della quota[2].

L'intento della riforma è quello di riconsiderare il diritto di recesso quale punto normativo di equilibrio del complesso e, talvolta, conflittuale, rapporto tra gli interessi individuali del socio e le esigenze della società, rifuggendo lo schema classico del diritto soggettivo; inclinazione che si desume, da un lato, dall'ampliamento delle ipotesi

[1] È chiara l'allusione al D. Lgs. n. 6/2003. Più specificamente, tra gli obiettivi della legge delega emergeva l'intento di dettare una disciplina a sé per le società a responsabilità limitata, dando particolare rilievo alla posizione del socio e ai "rapporti contrattuali" tra i membri della compagine sociale ovvero attribuendo alle organizzazioni in forma di S.r.l. una, per quanto possibile, ampia autonomia statutaria. La letteratura in tema è estremamente vasta. Ci si limita, per tutti, a fare riferimento a quella più recente: ZANARONE G., *Delle società a responsabilità limitata*, in *Il Codice Civile Commentario*, Tomo primo, fondato da SCHLESINGER P., diretto da BUSNELLI F.D., Milano 2010; AA.VV., *Società a responsabilità limitata: disciplina, struttura e problemi applicativi*, (a cura di SANZO S.), Milano 2009; SCALESE V., SCALESE F., *Codice delle Società*, V edizione, Milano 2008.

[2] Ciò era «dovuto ad un orientamento legislativo che la dottrina generalmente qualificava come "disfavore"». In tal senso si esprime BALDISSERA A., *Profili critici relativi al recesso nelle società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, Università degli Studi di Brescia, Dipartimento di Economia Aziendale, *Paper* n. 94/2009, pag. 1.

di recesso *ex lege*[3] unitamente al superamento del vincolo di tassatività delle stesse[4] e, dall'altro, dalla prescrizione di nuovi criteri di determinazione del valore di liquidazione della partecipazione del socio recedente[5].

Il legislatore ha, infatti, completato il novellato sistema di norme destinato a

[3] CALIFANO G.V., *Il recesso nelle società di capitali*, Cedam 2010; GALGANO F., *Il nuovo diritto societario*, in *Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico dell'economia*, Tomo primo, a cura di GALGANO F., Padova 2006, pag. 360; CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio nelle società di capitali*, in «Giurisprudenza Commerciale», I, 2005, pag. 292; NOCERA C., PATIMO R., *L'ampliamento delle nuove cause legali di recesso tutela maggiormente i soci a scapito della società*, in «Guida Normativa», n. 223 del 13 dicembre 2004, pag. 4; GRANELLI C., *Il recesso del socio nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in «Le Società», n. 2/2004, pag. 143; RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali: prime riflessioni dopo la riforma*, in «Le Società», n. 7/2003, pag. 923; MORANO A., *Analisi delle clausole statutarie alla luce della riforma delle società di capitali*, in «Rivista del notariato», 2003, pag. 303. Per una analisi di questo aspetto prima delle novità, tra gli altri, si veda: CAPPIELLO S., *Prospettive di riforma del diritto di recesso dalle società di capitali: fondamento e limiti dell'autonomia statutaria*, in «Rivista del diritto commerciale e del diritto generale delle obbligazioni», 2001, pag. 243.

[4] L'art. 2473 del codice civile stabilisce che «l'atto costitutivo determina quando il socio può recedere dalla società» e, successivamente, identifica una serie di cause di recesso legali cosiddette necessarie, in quanto non suscettibili di alcuna modificazione per via statutaria. In particolare, il legislatore estende le ipotesi di recesso - oltre alle tradizionali cause già esplicitate nella norma *ante* riforma quali il cambiamento dell'oggetto sociale, la trasformazione della società, il trasferimento della sede sociale all'estero - alle deliberazioni concernenti la fusione o la scissione della società, la revoca dello stato di liquidazione, l'eliminazione di una o più cause di recesso indicate dall'atto costitutivo, il compimento di operazioni che implicano un sostanziale mutamento dell'oggetto sociale o una rilevante modificazione dei diritti attribuiti ai soci ai sensi dell'art. 2468 del codice civile (diritti riguardanti l'amministrazione della società o la distribuzione degli utili), etc.. Al riguardo appare singolare e desta qualche perplessità, la sentenza del Tribunale di Trapani del 21 marzo 2007, che aderendo all'orientamento più tradizionale della dottrina, giunge a concludere che nel caso in cui l'atto costitutivo nulla dica in merito alle modalità di esercizio del diritto di recesso, sono applicabili in via analogica, le norme dettate per le S.p.A., «in quanto forma giuridica che tradizionalmente ha rappresentato l'archetipo di riferimento per le S.r.l.». Per un critico commento cfr. ROTA L., *Recesso del socio di S.r.l. e autonomia statutaria: il problema delle lacune normative* in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 5/2007, pag. 891.

[5] Segnatamente sul tema si consenta il rinvio a AGRUSTI G., MARCELLO R., *Il recesso del socio nelle s.r.l.: modalità, termini, efficacia e liquidazione della quota*, in «Le Società», n. 5/2006, pag. 569; MARCELLO R., *La valutazione della quota del socio recedente*, in «il fisco», n. 23/2010, pag. 3636.

disciplinare il diritto di recesso, introducendo criteri di stima della partecipazione del socio uscente non più ancorati al capitale di gestione (o di funzionamento), ovvero al capitale netto risultante dal bilancio di esercizio, bensì al valore economico del capitale d'impresa[6], con l'obiettivo di non vedere più frustrate da parte del recedente, le aspettative di liquidazione del proprio investimento[7].

Il "diritto di *exit"* consente, infatti, al socio non partecipante alla deliberazione cui è ancorato il diritto medesimo (*ex lege* o statutariamente), di preservare l'investimento, non attraverso la conservazione della sua posizione all'interno della società ma accordandogli bensì una "corsia preferenziale di uscita dalla compagine sociale"[8]. Il diritto di recesso assurge, in questo modo, conformemente al nuovo quadro normativo e in un'ottica economico-finanziaria, a strumento di garanzia di disimpiego[9].

---

[6] Il capitale economico rappresenta «quella particolare configurazione del capitale d'impresa che si intende determinare quando si valuti il sistema aziendale nel suo complesso ai fini del trasferimento e nell'ottica del perito indipendente […]. Nel processo di stima del capitale economico occorre prescindere dalle condizioni soggettive di negoziazione per incentrarsi sulle sole condizioni obiettive di negoziazione; si ricerca in definitiva il valore dell'azienda di per sé (svincolata da ogni contesto super-aziendale), sulla base della situazione di fatto e tenendo conto delle strategie, dei piani e dei programmi decisi, anche se non necessariamente ancora attuati». Cfr. ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende,* Torino 2001, pag. 5. Sul concetto di capitale economico e sul legame con la redditività d'impresa, si veda anche BADIA F., *Metodi finanziari e reddituali: un'analisi comparata incentrata sul significato e la valenza informativa delle loro grandezze di riferimento,* in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», n. 11-12/2003, pag. 562 e MELLA P., *I criteri di valutazione del capitale. La valutazione delle attività e delle passività nelle diverse configurazioni del capitale d'impresa,* in «Contabilità & Bilancio», n. 31/1987, pag. 40.

[7] La questione è affrontata da CAGNASSO O., *sub art. 2473 cod. civ.*, in *Il nuovo diritto societario*, a cura di COTTINO G., BONFANTE G., CAGNASSO O., MONTALENTI P., Bologna 2004, pag. 1840 e FAIETA M., *Società a responsabilità limitata chiusa, diritto di exit e tecniche di rimborso del valore della partecipazione sociale*, in «Rivista del Notariato», 2004, pag. 309, cui si rimanda per un'analisi più dettagliata.

[8] L'interpretazione è mutuata da MAGLIULO F., *Il recesso e l'esclusione,* in AA.VV., *La riforma della società a responsabilità limitata*, Milano 2004, pag. 201.

[9] Tale facoltà viene assicurata con strumenti giuridici "eterogenei" sotto il profilo strutturale in grado di consentire al socio di tutelare il proprio interesse a non restare *prisonnier* (a prescindere dall'ipotesi della cessione ad un soggetto terzo) potendo appunto disinvestire la sua partecipazione.

Questo rinnovato potere di negoziazione rappresenterebbe, almeno secondo parte della dottrina, la contropartita di un indebolimento del diritto di *voice* o di veto[10]. Ciò però, se da un lato può stimolare un dialogo fattivo o contenere la "vessazione" esercitata dalle maggioranze, dall'altro può anche mutarsi in "abuso del diritto" o in "uso strumentale" del medesimo, o comunque in impedimento concreto all'adozione di importanti scelte imprenditoriali.

La determinazione del valore di liquidazione della partecipazione protesa a consentire un realizzo a valori reali e non meramente contabili, dovrebbe pertanto tendere a circoscrivere le ipotesi di un uso distorto dell'istituto del recesso e costituire un deterrente all'assunzione di decisioni avventate e poco lungimiranti da parte dell'organo di vertice[11]. L'imprenditore, infatti, non potrà trascurare nelle sue previsioni il rischio che il fabbisogno finanziario aziendale possa, *ceteris paribus,* essere incrementato, laddove - in occasione dell'esercizio del diritto di *exit* - quest'ultimo

[10] Sulla portata di tale cambiamento si veda CALANDRA BUONAURA V., *Il recesso del socio nelle società di capitali*, *op.cit.*, pag. 294, che sottolinea particolarmente l'ampliamento dei poteri della maggioranza.

[11] La penalizzazione insita in un criterio ancorato a valori (per legge) sottostimati aveva da tempo e da molti formato oggetto di dibattito e di critica. Per tutti si veda la ricostruzione anche giurisprudenziale del problema nella disciplina ante riforma contenuta in GRIPPO G., *Il recesso del socio*, in COLOMBO G.E., PORTALE G.B., (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, 6, Torino 1993, pag. 133. A tal riguardo occorre infatti ricordare che nel testo previgente dell'art. 2437 del codice civile «…il parametro di riferimento per la liquidazione della partecipazione era rappresentato dalla frazione proporzionale del valore del patrimonio netto sociale risultante dall'ultimo bilancio d'esercizio. In un'epoca caratterizzata da forti limiti alla iscrizione in bilancio degli avviamenti e dal principio-guida per il quale il valore degli *asset* aziendali doveva essere riferito al costo storico ridotto dell'obsolescenza in misura automatica, attraverso l'ammortamento, ciò comportava, di regola, che la liquidazione riconosciuta al socio recedente fosse largamente inferiore al valore economico della partecipazione». Cfr. SALVIDIO A., *La valutazione in caso di recesso del socio*, in «La valutazione delle aziende», n. 36/2005, pag. 8. Sul tema si contrapponevano le tesi di chi come PORTALE G.B., *Parere pro veritate*, in «Processi civili» 1972, pag. 190, riteneva che il recesso potesse costituire una "speciale ragione" per derogare agli iniqui valori di bilancio e coloro che invece, come JAEGER P.G., *Deroghe alle valutazioni «legali» di bilancio in presenza di «speciali ragioni»*, in «Giurisprudenza Commerciale», 1974, opinavano che l'unico riferimento ammissibile, anche in caso di recesso, fosse al bilancio "ordinario". O ancora come FERRI G., *Recesso del socio e speciali ragioni di deroga ai criteri legali di valutazione nel bilancio d'esercizio*, in «Rivista di Diritto Commerciale», 1975, pag. 136, che escludeva che il diritto alla liquidazione potesse «lievitare ed accrescersi solo perché il valore del patrimonio sociale è superiore ai valori di libro».

comporti il ricorso all'utilizzo di riserve disponibili e/o, eventualmente, a deliberare la riduzione del capitale sociale, depauperandone i mezzi propri[12].

Le valutazioni prospettiche che la norma sembra richiedere oltre ad essere oggettivamente complesse, presentano profili di soggettività, sino a poter divenire arbitrarie o deformate, specie in un contesto (quale quello del recesso) in cui il livello di litigiosità è verosimilmente elevato e l'*affectio societatis* è pressoché compromessa[13]. Da un lato infatti la valutazione della partecipazione dovrà effettuarsi ai valori di mercato del patrimonio; dall'altro i medesimi valori correnti dovranno trovare copertura nel patrimonio netto contabile, ossia in una posta di bilancio tipicamente sganciata, anzi antitetica, rispetto ai valori di *fair*[14].

Pur nella consapevolezza che il tema affrontato nel presente lavoro ricomprende, in realtà, una visuale che riguarda le modalità attraverso le quali viene concretamente

---

[12] A ciò deve aggiungersi «come il procedimento contabile oggi imposto dal legislatore, e in particolare la decurtazione del patrimonio netto non già *pro-quota*, bensì fino a capienza, costituisca un'ulteriore e sostanziale deroga all'ordinario criterio di proporzionalità alla partecipazione; deroga che rileva quantomeno segnalare, data la significativa eccezione che essa introduce nel sistema dei principi generali che presiedono ai diritti patrimoniali dei soci». Cfr. BALDISSERA A., *Profili critici relativi al recesso nella società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, *op.cit.*, pag.15 e nota 48 (dove la stessa lucidamente osserva che «sul tema della riduzione sino a capienza, anziché proporzionale, la dottrina non è unanime. Tuttavia, anche le interpretazioni più perplesse sulla decurtazione fino a capienza che la norma sembrerebbe richiedere tendono tutt'al più a suggerire che la proporzionalità si applichi alla riduzione del capitale sociale»).

[13] L'affermazione non si può considerare valida in assoluto in quanto: «... il diritto di recesso si inserisce nel sistema delle società quale espressione di autonomia negoziale e quale strumento di composizione e negoziazione, cioè di *bargaining chip*, dei conflitti tra i soci, allorquando l'unico ambito concreto di circolazione della partecipazione risulta essere quello endosocietario. Un mezzo che, in considerazione della tutela dell'efficienza e dell'integrità patrimoniale della società, prevede lo scioglimento della stessa nel caso in cui non si possa liquidare il recedente: in questa ipotesi, il socio avrà diritto alla quota di liquidazione (anziché alla liquidazione della quota)». Cfr. TRICOLI A., *Il recesso del socio nella nuova S.r.l.: alcuni profili problematici*, *www.dirittonotarile.it*, 2006. In ogni caso, come si dirà di seguito, il diritto di recesso, seppur in una prospettiva *de jure condendo*, potrebbe elevarsi a garanzia del disinvestimento, laddove la valorizzazione della quota non si riduca a mere trattative private.

[14] «In altri termini, atteso che il patrimonio netto, nelle sue diverse componenti ideali, è (obbligatoriamente) commisurato o derivato da valori storici, risulta quantomeno incongruo imporre che in esso trovino capienza valori (generalmente superiori) determinati a prezzi di mercato». Cfr. BALDISSERA A., *Profili critici relativi al recesso nella società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, *op.cit.*, pag. 13.

attuato il rimborso del valore della partecipazione del socio recedente[15], in questa sede ci si soffermerà esclusivamente sui "criteri di determinazione" del suddetto valore[16], con particolare cura degli elementi che, sulla base della disciplina legale, concorrono a definire le regole di valutazione[17].

2. I criteri legali di valutazione della quota

A ben vedere dunque per effetto delle disposizioni contenute nel terzo comma, del novellato art. 2473 del codice civile, nella determinazione del valore di liquidazione della quota del socio che esercita il recesso, il riferimento è alla consistenza patrimoniale della società (cosiddetto patrimonio sociale)[18].

Nel caso di disaccordo tra società e soci recedenti, in ordine alla determinazione del valore attribuibile alle rispettive partecipazioni, è previsto il ricorso ad un esperto

---

[15] Per l'esame di tale aspetto, si rimanda all'ampia trattazione contenuta in ACQUAS B., LECIS C., *Il recesso del socio nella s.p.a. e nella s.r.l.*, Milano 2010, pag. 201 e in FRAU A., *Il recesso del socio nell'ambito della società a responsabilità limitata*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», n. 9-10/2004, pag. 593.

[16] Anche perché nella S.r.l. il procedimento di liquidazione è adattato «… con poche modifiche, da quello della società per azioni, rispetto al quale appare meno rigido e "procedurizzato"» in quanto sembra «… che esso si articoli non tanto in una serie di "tappe" da seguire in rigida successione quanto invece in una pluralità di alternative di rimborso …». Cfr. SALVATORE L., *Il «nuovo» diritto di recesso nelle società di capitali*, in «Contratto e Impresa», 2003, pag. 645. Problemi applicativi, anziché, potrebbero prospettarsi in relazione all'ammissibilità del cosiddetto "recesso parziale", in quanto le nuove disposizioni non riproducono la norma contenuta nel vecchio testo dell'art. 2482 del codice civile in merito alla "divisibilità della quota". Tuttavia sull'argomento, pur registrando in dottrina conclusioni contrastanti (cfr. circolare Assonime 22 dicembre 2005, n. 68, pag. 5) la prassi notarile (massima I.H.11 del Comitato Notarile del Triveneto) ha ritenuto ammissibile (nella S.r.l.) la clausola statutaria che prevede il recesso parziale perché migliorativa dei diritti del recedente.

[17] Per questi concetti rinvio al mio, *La valutazione della quota del socio recedente*, in «il fisco», n. 23/2010, pag. 3636. Cfr. anche CACCIAPAGLIA L., COPPOLA G., PROTANI R., *Recesso del socio di s.r.l.*, in «Contabilità & Bilancio», n. 2/2006, pag. 5; PISONI P., BAVA F., BUSSO D., *Il recesso dei soci nelle Spa e nelle Srl*, in «Contabilità finanza e controllo», n. 8-9/2005, pag. 692; CORSINI A., *Il recesso nelle società a responsabilità limitata*, in «Contabilità & Bilancio», n. 1/2005, pag. 11; PISTONE E., SANTINI R., *Recesso ed esclusione del socio nella nuova Srl,* in «Contabilità finanza e controllo», n. 12/2003, pag. 1199; PATRONI NEGRI L., *Diritto di recesso nelle società di capitali*, in «Contabilità finanza e controllo», n. 4/2003, pag. 406.

[18] MONTI M., *Nuovo diritto di recesso: come valutare la quota del socio uscente*, in «Amministrazione & Finanza», n. 18/2004, pag. 49. Si consulti anche CANTORE A., SETTIMI D., ROPPO A., *Valutazione d'azienda nel recesso del socio e nella liquidazione della quota*, in «Guida alla Contabilità & Bilancio», n. 16/2010, pag. 73.

nominato dal Tribunale, che dovrà provvedervi ai sensi dell'art. 1349, comma 1, del codice civile[19].

L'ordinamento riformato ha così svincolato la valorizzazione del patrimonio sociale dal bilancio d'esercizio, introducendo, con una specificazione senz'altro criticata, il principio della determinazione della quota in base al suo valore di mercato[20]. Tale ricostruzione interpretativa, peraltro, è rinvenibile nella relazione che accompagna il decreto di riforma[21], nella quale si legge che "…. è di particolare rilievo la disciplina dettata dal terzo comma dell'art. 2473, che tende ad assicurare che la misura della liquidazione della partecipazione avvenga nel modo più aderente possibile al suo valore di mercato". La locuzione "valore di mercato", sebbene in prima

[19] La norma merita un commento soprattutto in relazione all'attivazione del "rimedio legislativo" insito nella stessa. La nomina dell'esperto avviene «… su istanza della parte più diligente». Nell'adempimento del proprio incarico l'esperto dovrà procedere con "equo apprezzamento" con la conseguenza che, se dalla relazione giurata non fosse possibile determinare il valore della partecipazione o questo risultasse iniquo, detta determinazione dovrà essere fatta dal giudice (art. 1349, comma 1, del codice civile). Secondo il Tribunale di L'Aquila (sentenza 9 marzo 2005), il procedimento di cui all'art. 2473, comma 3, del codice civile, relativo alla liquidazione della quota del socio, ha ad oggetto esclusivamente la nomina dell'esperto, non la determinazione del valore della quota, per cui deve essere ricondotto (come il legislatore ha espressamente previsto per quello di cui all'art. 2437-ter, comma 6, del codice civile) nell'ambito di applicazione del procedimento nei confronti di una sola parte: tale è infatti la "parte più diligente" che, a seguito del mancato raggiungimento dell'accordo sulla determinazione del valore operata dagli amministratori, ha interesse a conseguire la nomina dell'esperto che vi provveda.
Il procedimento in parola si svolge come contrattazione tra società e socio, fino alla determinazione da parte dell'arbitratore nominato dal Tribunale del valore della quota del socio receduto, per cui si deve ritenere che la mancata accettazione da parte del socio della determinazione operata dagli amministratori non possa costituire un comportamento valutabile dal giudicante; in altri termini, la stessa determinazione da parte dell'esperto del valore della quota rientra nell'ambito della contrattazione voluta dal legislatore e l'arbitraggio in parola ha la funzione di integrare la volontà contrattuale di entrambe le parti quanto alla determinazione del valore della quota. Pertanto, proprio il richiamo all'art. 1349 del codice civile deve far ritenere che le spese relative alla stima dell'esperto dovranno necessariamente - in mancanza di espressa previsione statutaria che disponga diversamente - essere poste a carico di entrambe le parti in eguale misura.

[20] Per la valutazione della quota del recedente, nella società a responsabilità limitata, c'è anche chi ritiene che «… sarebbe forse stato meglio richiamare la disciplina della società per azioni, di più facile applicazione». Cfr. BELLEZZA E., *La nuova disciplina del recesso,* http://www.notarlex.it/news/Recesso-Bellezza.pdf.

[21] Relazione illustrativa al D. Lgs. n. 6/2003.

approssimazione equivocabile, va, evidentemente, intesa nella sua accezione di valore economico *pro quota* del capitale[22].

Proprio in considerazione che non esiste un mercato regolamentato di partecipazioni in società a responsabilità limitata, non è possibile conoscere a quale prezzo potrebbero essere scambiate quote similari[23], e quindi, il loro valore deve essere ottenuto valutando l'intero patrimonio sociale[24] e rapportando tale importo alla percentuale di possesso di cui è titolare il socio recedente[25].

[22] A conforto di siffatte conclusioni, sovviene la contestuale e manifesta consapevolezza, da parte del legislatore, dell'assenza di un mercato attivo di scambio di partecipazioni, avendo questi cura di evidenziare - nell'ambito della stessa relazione accompagnatoria al D. Lgs. n. 6/2003 - che «in una società come quella a responsabilità limitata la partecipazione del socio è ben difficilmente negoziabile sul mercato». Evidenzia gli equivoci interpretativi sollevati dall'espressione BALDISSERA A., *Profili critici relativi al recesso nella società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, *op.cit.*, pag.16, che scrive: «… pare a noi che laddove il legislatore avesse voluto riferirsi al valore di mercato della partecipazione non sarebbe stato neppure necessario intromettere il "patrimonio", sicché a quest'ultimo riteniamo debba venire riferito il valore di mercato». Così anche MASTURZI S., *Commento all'art. 2473*, in SANDULLI M., SANTORO V., (a cura di), *La riforma delle società*, Torino 2003, pag. 80.

[23] Circostanza che è desumibile anche dalla posizione espressa di chi afferma: «… il diritto di recesso costituisce un mezzo per ottenere la liquidazione di una partecipazione, a prescindere da trattative con altri soci o, superato il non facile scoglio della ricerca di potenziali acquirenti esterni interessati, con terzi (sempre ammesso che la via della ricerca di un terzo sia percorribile, dal momento che reputo ben difficile che, in futuro, in una S.r.l. non vengano inserite quantomeno clausole di gradimento)». Cfr. LANZIO L., *Il recesso del socio di s.r.l.,* in «Le Società», n. 2/2004, pag. 151.

[24] A tal proposito è opportuno rimarcare che il valore dell'azienda deve sempre essere distinto dal prezzo, inteso come possibile ragione di scambio ed in quanto tale influenzabile da situazioni soggettive legate alla forza contrattuale delle parti ed al loro interesse particolare alla transazione.

[25] L'assunto, in dottrina, non è immune da autorevoli defezioni, per le quali vedasi GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano 1998, pag. 393, secondo cui: «… a ben vedere solo in un caso il valore del capitale definisce sicuramente anche il valore di un pacchetto azionario: quando quest'ultimo corrisponde alla totalità delle azioni in circolazione. Quando, viceversa, tale situazione non si presenta, non è affatto detto che il valore del pacchetto sia definibile mediante un semplice calcolo di proporzionalità …».

Il valore così determinato, che può definirsi oggettivo, nel senso che prescinde dalle olisticità delle parti interessate alla transazione, si contrappone ai valori soggettivi che, per contro, sono influenzati dalle loro stesse caratteristiche[26].

Ne consegue che, nonostante venga adottata la soluzione ritenuta più adeguata al caso specifico, con particolare riguardo al settore di riferimento dell'azienda[27], alla sua redditività e alla dinamica di sviluppo dell'impresa, la stima sarà verosimilmente caratterizzata da una spessa patina di soggettività ed arbitrarietà per effetto dell'utilizzo di fattori non determinabili in maniera obiettiva. In tale circostanza emerge, peraltro, la necessità che debba preferirsi una metodologia di valutazione in grado di evitare, o quanto meno circoscrivere il più possibile, comportamenti discrezionali nella determinazione del valore economico dell'azienda[28].

2.1 Gli orientamenti della dottrina aziendalistica e finanziaria

La pratica professionale si è da sempre occupata di valutazioni economiche avendo la necessità di rispettare le indicazioni scientifiche (criteri e metodi di valutazione) e le regole applicative più accreditate. Il procedimento di valutazione è piuttosto complesso e richiede elevate competenze e più idonei *standard* di riferimento di generale accettazione, nonché, un'adeguata diffusione della cultura della valutazione[29].

---

[26] Il riferimento è, ad esempio, alla valutazione di un'azienda in ipotesi di acquisizione. Nel qual caso l'acquirente potrà stimare il valore della società anche in considerazione delle eventuali sinergie realizzabili con le società già possedute.

[27] Il termine azienda viene utilizzato in questo scritto nella sua accezione economica, non giuridica, ed impiegato come sinonimo di impresa.

[28] Ciononostante permangono le incertezze in quanto «… nessuna metodologia di stima di per sé è in grado di assicurare tutti i requisiti sopra menzionati; non esiste, quindi, una metodologia migliore delle altre a prescindere dal caso obiettivo. È necessaria un'analisi dei fini a cui la valutazione è rivolta, della situazione oggetto di stima, delle informazioni disponibili o acquisibili …. La non coerenza tra metodi e scopi può portare a valutazioni di aziende fuorvianti». Si consulti in proposito il Documento dell'UGDCEC di Roma, *Valutazione d'azienda. Un focus su assets strategici e gruppi di imprese*, a cura della Commissione di Consulenza Aziendale dell'UGDCEC di Roma, luglio 2010.

[29] Al riguardo le "Linee guida per le valutazioni economiche", frutto di una ricerca condotta dall'Università Bocconi, offrono indicazioni di percorsi virtuosi da seguire ma in larga misura segnalano gli errori da evitare. Anche se il nuovo quadro giuridico registra un significativo progresso rispetto al passato, in quanto fissa alcuni principi e fornisce indicazioni ai fini della determinazione del "prezzo" o del "valore" di aziende e partecipazioni, la situazione resta comunque confusa. Cfr. GUATRI L., UCKMAR V. (a cura di), *Linee guida per le valutazioni*

La maggior parte delle regole esistenti sono di natura essenzialmente procedurale senza un contenuto tecnico rigoroso, in altre circostanze invece la legge fornisce alcune sommarie indicazioni di merito sulla nozione di "valore" e di "prezzo"[30]. Si pensi ad esempio ai criteri di liquidazione delle azioni e delle quote di partecipazione (nella S.r.l.), nel qual caso, non si capisce perché la liquidazione delle azioni in caso di recesso del socio deve aver luogo: "… tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni" (art. 2437-*ter*, comma 2, del codice civile)[31], mentre la liquidazione della partecipazione sociale nella S.r.l.: "… tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso …" (art. 2473, comma 3, del codice civile)[32].

Generalmente per determinare il valore di un'azienda vengono utilizzati metodi di valutazione che si esplicitano in formule matematiche[33].

---

economiche. Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale, Milano 2009.

[30] Ed infatti come ha ben osservato BIANCHI L. A., *Le valutazioni economiche nella prospettiva del diritto delle società e del mercato finanziario*, in «La Valutazione delle Aziende», n. 56/2010, pag. 22: «… le nozioni di valore e prezzo sono considerate in parte (arbitrariamente) di significato equivalente [es. in caso di recesso da S.p.A. quotata la legge fa esclusivo riferimento al "prezzo" (di Borsa) delle azioni, mentre se il recesso è da una società "chiusa" esso avviene ad un "valore"]» ed assunte in varie accezioni, mentre sensatamente si dovrebbe ipotizzare una opportuna combinazione tra le due locuzioni.

[31] Approfondimenti relativi all'interpretazione del nuovo art. 2437-*ter* del codice civile, sui criteri di determinazione del valore delle azioni, sono diffusamente trattati da CARATOZZOLO M., *I bilanci straordinari*, Milano 2009, pag. 865; dello stesso autore si consultino anche: *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, (I e II parte), in «Le Società», n. 10/2005, pag. 1209 e n. 11/2005, pag. 1340.

[32] In tema consulta CARDIA L., *Linee guida per le valutazioni economiche: l'ottica istituzionale*, in «La Valutazione delle Aziende», n. 56/2010, pag. 12; BIANCHI L. A., *Le valutazioni economiche nella prospettiva del diritto delle società e del mercato finanziario*, *op.cit.*, pag. 22; BINI M., *Le valutazioni economiche nella prospettiva della finanza aziendale*, in «La Valutazione delle Aziende», n. 56/2010, pag. 36; A. CASÒ, *Le valutazioni economiche nell'esperienza del dottore commercialista*, in «La Valutazione delle Aziende», n. 56/2010, pag. 45; GUATRI L., *Il primo passo verso un "Daubert test" italiano*, in «La Valutazione delle Aziende», n. 56/2010, pag. 3. Dello stesso GUATRI si veda anche, *L'etica nelle valutazioni aziendali: errori ed approssimazione*, in «La Valutazione delle Aziende», n. 54/2009, pag. 10.

[33] Non è intento di chi scrive contribuire ad alimentare convincimenti errati nel lettore, ben consapevole che la valutazione d'azienda consiste in un processo che deve essere osservato attraverso una pluralità di profili il cui risultato è un giudizio di valore e non un esercizio di misurazione realizzabile da chiunque disponga di una conoscenza di modelli teorici di base.

La letteratura economico-aziendale e i *practitioner* offrono - a tal proposito - un ventaglio di soluzioni molto ampio[34].

Sebbene, in questo ambito, numerose sono le proposte e gli schemi impiegati[35], nella sostanza e salvo aspetti di dettaglio o terminologici, è noto ricondursi alla seguente distinzione:

a) metodi patrimoniali (semplici e complessi) che attribuiscono valore all'azienda sulla base degli elementi patrimoniali che la compongono;

b) metodi reddituali che attribuiscono valore all'azienda sulla base della sua potenzialità di generare in futuro determinati livelli di redditività;

c) metodi misti patrimoniali-reddituali che attribuiscono valore all'azienda sulla base di una combinazione degli elementi considerati nei metodi precedenti,

d) metodi finanziari che attribuiscono valore all'azienda sulla base dei flussi finanziari disponibili in futuro per l'investitore.

Da questo quadro sintetico emerge una colligazione fondata su elementi sostanzialmente differenti che possono portare a risultati anche molto disparati tra loro[36].

3. La metodologia di valutazione

Il tema della valutazione d'azienda è stato affrontato, più volte, attraverso l'individuazione di soluzioni alternative aventi tutte lo stesso obiettivo: ridurre la soggettività e l'arbitrarietà della stima, senza però trattare le questioni generali ad esso collegati[37]. La prospettiva da cui si osserva questo "unicum", infatti, rischia di generare

[34] Sui diversi criteri di determinazione del valore si rimanda per tutti a GUATRI L., BINI M., *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano 2005, pag. 437.

[35] L'articolazione esposta, volutamente, non richiama, in quanto ritenuto fuorviante ai nostri fini, il metodo dei multipli di mercato (basato sul cosiddetto *comparison approach*) che stima il valore dell'azienda sulla base dei prezzi evidenziati su mercati regolamentati per aziende ad essa comparabili.

[36] La difformità nei risultati può essere elevata anche nel caso di utilizzo del medesimo metodo di valutazione, in presenza di scelte differenti all'interno delle variabili da considerare (ad esempio la diversa selezione dei saggi di attualizzazione da impiegare nei metodi finanziari, la considerazione o meno del valore dei beni immateriali nei metodi misti patrimoniale-reddituale, le modalità di determinazione del risultato economico di riferimento in quelli reddituali).

[37] A ben vedere, sotto tale aspetto, il problema della valutazione non è di tipo metodologico, non potendosi affermare la prevalenza teorica di un metodo sugli altri, ma piuttosto, attiene alla definizione di "idonei" valori e di "adeguati" riferimenti temporali da assumere. Cfr. CAVALIERI E., *Il valore economico del capitale d'impresa*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale», gennaio-febbraio/2002, pag. 49. Ma l'osservazione, per quanto rilevante, in questa

solo posizioni, anche autorevoli, ma pochi rimedi.

Nell'ipotesi che qui interessa, considerando che il valore di una partecipazione in una società può dipendere da molti fattori - per ridurre il conflitto tra i soci sul valore della quota da liquidare - dovrà essere assicurata un'adeguata analisi del modello prescelto e dei parametri posti alla base della determinazione del valore[38]. Infatti, solo una descrizione chiara permetterà di conoscere il processo di valutazione delineato e consentirà di individuare il grado di parzialità e di discrezionalità utilizzato dall'estimatore[39].

Un elemento ulteriore, sotto l'aspetto valutativo, è quello di determinare un valore generale, razionale e dimostrabile, nel senso che esso sia astratto dalle situazioni specifiche dei soggetti interessati alla misurazione e sia determinato sulla base di elementi logici e comprovabili[40].

Rispetto all'obiettivo che ci si prefigge, un problema si pone anche all'allorché deve scegliersi se orientare il giudizio di valore sull'azienda considerata nella sua autonomia operativa (*stand alone*), senza tener conto delle potenzialità latenti e delle

---

sede può essere solo accennata, rinviando per una più accurata trattazione alle numerose pubblicazioni di settore.

[38] Al fine di risultare efficace, la valutazione deve rispondere a quattro "regole base": deve dimostrare la cognizione dell'azienda, dei mercati e dei settori nei quali essa opera; deve provare la conoscenza dei mercati finanziari; deve essere la fedele interprete del processo valutativo; deve fornire una rappresentazione convincente: cioè ordinata, documentata, comprensibile del lavoro professionale svolto e delle conclusioni cui esso è pervenuto. Cfr. GUATRI L., BINI M., *Nuovo Trattato sulla valutazione delle aziende, op.cit.*, pag. 1017. Si consultino anche: PANATO A.A., *La valutazione d'azienda nelle operazioni straordinarie*, Milano 2008, pag. 285; AA.VV., *Le relazioni dell'esperto nelle operazioni societarie e fiscali*, Torino 2008, pag. 124.

[39] Negli Stati Uniti le associazioni professionali giungono a spiegare con rigore le regole che vanno seguite nella definizione dei contenuti e nei principi cui debbono ispirarsi le stime (*business valuation standards*).

[40] Parte della dottrina contrappone il valore generale al valore soggettivo. Il primo è quello che prescinde dagli effetti contingenti della domanda e dell'offerta e dalle caratteristiche delle parti interessate alla negoziazione, ed in particolare delle forze contrattuali che le parti esprimono. Il secondo, invece, rappresenta il valore di un'azienda nella prospettiva dell'utilità della sua acquisizione o cessazione da parte di uno specifico soggetto. Per una precisa definizione di valore generale può qui ricordarsi GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, *op.cit.*, pag. 41; CARAMIELLO C., *La valutazione dell'azienda*, Milano 1993, pag. 22; VIEL J., BREDT O., RENARD M., *La valutazione delle aziende*, Milano 1973, pag. 8. Per la definizione di valore dimostrabile cfr. GUATRI L., *Trattato sulla valutazione delle aziende*, *op.cit.*, pag. 42.

possibili sinergie che altri imprenditori potrebbero alimentare con le loro scelte strategiche, o se, invece, tenerne conto[41].

Coerentemente con queste prime riflessioni, nel contesto della valutazione di una quota di un socio recedente di società (a responsabilità limitata), è auspicabile che la stima non prescinda dalle seguenti considerazioni:

a) il valore di un'azienda è funzione della sua capacità di produrre reddito[42];

b) il valore attribuibile ad un'azienda non può essere inferiore al suo valore netto di liquidazione.

L'interrogativo che immediatamente si pone riguarda la necessità o meno di tenere conto dell'eventuale *surplus* di reddito da attribuire genericamente e in via residuale ad avviamento, determinazione che, nella fattispecie, non può essere considerata un automatismo[43].

E allora ne consegue che, nell'ottica di garantire al socio la realizzazione del valore "effettivo" della partecipazione, la risposta non potrà che essere affermativa a condizione che le disposizioni statutarie includano espressamente l'avviamento tra gli elementi che devono concorrere alla determinazione del valore della quota[44].

---

[41] Cfr. CAVALIERI E., *Il valore economico del capitale d'impresa*, *op.cit*., pag. 48. L'autore nel suo pregevole contributo precisa ulteriormente che: «… sembra logico pensare che la logica valutativa *stand alone* non sia la soluzione migliore in ogni caso. Occorre, infatti, stabilire se un'operazione di valutazione viene posta in essere per definire il valore nell'ottica dell'attuale imprenditore (che ha saputo realizzare determinati flussi di reddito, acquisire un definito posizionamento strategico e che dispone di conoscenze e relazioni individuabili da un'accurata analisi), oppure nell'ottica di un potenziale compratore (che quelle stesse potenzialità e risorse utilizzerebbe in altro modo, con altre competenze ed aperture operative, facendo lievitare anche le potenzialità latenti e realizzando differenti risultati). Appare evidente che non ci può essere un sola risposta».

[42] «Il valore economico del capitale d'impresa non può che essere collegato ad una prospettiva di reddito (o, se si preferisce, di flussi di cassa), dalla quale deriva la possibilità di recupero di tale valore». Cfr. CAVALIERI E., *Il valore economico del capitale d'impresa*, *op.cit*, pag. 43.

[43] Per le S.p.A, invece, la relazione illustrativa al decreto delegato fa esplicito riferimento (anche se in maniera erronea e non congrua) all'avviamento nell'ambito della determinazione del valore delle azioni, quale componente che deriva dalle prospettive reddituali dell'impresa che deve "correggere" (normalmente in aumento) il valore della "consistenza patrimoniale" della società. Cfr. CARATOZZOLO M., *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, *op.cit.*, pag. 1340.

[44] Gli spunti sono contenuti nella lucida esposizione di REVIGLIONO P., *Tecniche di liquidazione del socio recedente. Srl: pratica, casi e crisi*, Atti del Convegno, tenutosi a Roma 21 Febbraio 2009 (n. 3/2009).

Volendo salvaguardare la visuale fin qui espressa, è conveniente che, nella congettura prospettata, la valutazione dell'azienda venga utilmente effettuata attraverso l'utilizzo di un metodo patrimoniale semplice [45], comparando di seguito quest'ultimo, o con un metodo reddituale[46] o con un metodo finanziario[47], o più propriamente, destinando uno (o più di uno) di questi alla verifica della correttezza e della congruità dei risultati ottenuti mediante l'applicazione del metodo patrimoniale[48]. Nell'alveo di tali convinzioni si muove il presente scritto, anche se appare tuttavia prematuro giungere a conclusioni assolutistiche[49].

---

[45] Condivide questo orientamento BALDISSERA A., *Profili critici relativi al recesso nella società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, *op.cit.*, pag. 17, che a tal proposito afferma: «… sono noti e certamente veri i limiti informativi insiti nei metodi patrimoniali, ma sembra qui altrettanto vero che non venga richiesta, ai fini del recesso, la valutazione "dell'azienda in funzionamento"; valutazione, rispetto alla quale l'insufficienza dei citati metodi, specie se utilizzati isolatamente, sarebbe in vero giustificata. Viceversa è richiesta la valutazione del patrimonio, rispetto alla quale invece i medesimi metodi sembrano pertinenti». La teoria sviluppata potrebbe anche non rilevarsi una risposta pienamente sostenuta, costituendo tuttavia, ad avviso di chi scrive, una soluzione da sfruttare, in virtù della peculiarità della "stima da recesso". Va da sé, e dovrebbe essere inutile evidenziarlo, che si è ben consci che in linea di massima il metodo patrimoniale non può (e non deve) essere l'unico criterio utilizzato per la valutazione del capitale dell'impresa e nemmeno il metodo principale.

[46] In modo che si tenga conto delle prospettive reddituali e dei potenziali incrementi dovuti a presumibili flussi di redditi, che l'azienda (anche) in funzione del reddito è in grado di generare, con riferimento ad un determinato arco temporale.

[47] Determinando di conseguenza il valore del patrimonio aziendale in funzione dell'idoneità a produrre flussi di cassa, attualizzati in base a determinati tassi.

[48] Il criterio seguito potrebbe apparire intemperante ma la difesa di questa posizione è direttamente connessa con la concezione teorica che un metodo principale può essere fiancheggiato da altri metodi che assumono funzione di controllo, i cui risultati possono suggerire una «… rivisitazione critica della valutazione conseguita mediante l'uso del metodo principale». Cfr. CATTANEO M., *Principi di valutazione del capitale d'impresa,* Bologna 1998.

[49] Tra i vari metodi di stima elaborati dalla letteratura e dalla prassi, infatti, un modello alternativo che viene caldeggiato in quanto sembra contemperare le esigenze del socio uscente, da un lato, e quelle dei terzi e degli altri soci, dall'altro, è quello *misto* che deriva dalla combinazione di un duplice criterio: il primo, di tipo patrimoniale, fondato su valori-stock e il secondo di origine reddituale ancorato, al contrario, alla misurazione di variabili-flusso. «Si tratta, peraltro, di un approccio valutativo che sconta i limiti legati ai metodi patrimoniali rispetto ai quali la ponderazione con una variabile "correttiva" di natura reddituale vuole, evidentemente, rappresentare una risposta all'esigenza di ridimensionare i citati vincoli al fine di rendere la regola patrimoniale valida sotto il profilo concettuale, oltre a unire, al contempo, l'obiettività dei metodi patrimoniali e la visione prospettica dei metodi per flussi». Di tale

Sul piano più strettamente pratico occorre evidenziare, in via generale, che i metodi reddituali esprimono il valore dell'azienda in funzione del valore attuale dei redditi medi normali attesi; hanno una minore fondatezza metodologica rispetto ai metodi finanziari, ma presentano difficoltà più contenute di previsione e soddisfano pienamente il requisito della generalità e dell'obiettività[50].

Se i metodi reddituali sono, quindi, in grado di assicurare il rispetto della prima delle condizioni poste [sub a)] per poi determinare correttamente il valore della quota del socio recedente, il secondo requisito [sub b)] può essere soddisfatto, soltanto, utilizzando un metodo patrimoniale semplice[51].

L'articolazione del ragionamento avanzato sconta però un limite, in quanto, abitualmente i metodi patrimoniali sono oggetto di forti critiche dal momento che contraddicono l'affermazione "assiomatica" secondo cui il valore dell'impresa nel complesso è diverso dalla semplice somma dei valori dei suoi singoli componenti, sebbene consentano comunque di individuare il valore minimo attribuibile ad un complesso aziendale simulando un'ipotesi di liquidazione.

Concretamente, per mitigare probabili censure circa l'approccio metodologico accolto in questa sede, e dal momento che i modelli analizzati trovano convergenza nell'omogeneità delle operazioni da effettuare, appare utile determinare il valore dell'azienda e, quindi, della partecipazione, creando un *trait d'union* tra il metodo di

---

avviso è BISCOTTI A.M., *Il diritto di recesso nelle società di capitali alla luce della novella legislativa. Alcune considerazioni civilistiche, economiche e contabili*, in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia aziendale», Quaderni monografici, n. 52, pag. 21.

[50] Le critiche che più spesso si trovano negli autori contrari all'utilizzo del reddito nei processi di valutazione derivano sia dalla sfiducia verso la contabilità, posto che è opinione diffusa che in molti casi «… i redattori dei bilanci siano più impegnati in operazioni di "cosmesi" degli stessi, piuttosto che in un serio tentativo di rendere un quadro fedele della situazione patrimoniale e reddituale dell'impresa», sia dall'«… idea che non si possono utilizzare dati derivanti dal bilancio storico, in quanto la valutazione dell'azienda deve guardare al futuro e alle sue capacità prospettiche di rivelarsi un buon investimento». Per queste asserzioni si rimanda a BADIA F., *Metodi finanziari e reddituali: un'analisi comparata incentrata sul significato e la valenza informativa delle loro grandezze di riferimento, op.cit.*, pag. 575.

[51] Del resto tecnicamente «… anche il metodo patrimoniale semplice ha alla sua base considerazioni di natura reddituale: infatti si ipotizza che il reddito che l'azienda è capace di produrre nel corso del tempo sia un reddito congruo. In ipotesi che così non sia, occorre sommare algebricamente al patrimonio netto rettificato una correzione reddituale equata al valore della differenza tra il reddito atteso e il reddito congruo, attualizzata per un periodo infinito, ovvero per il numero di anni che il valutatore reputa necessari per condurre l'azienda in equilibrio economico». Cfr. ZANDA G., LACCHINI M., ONESTI T., *La valutazione delle aziende, op.cit.*, pag. 155.

valutazione prescelto (patrimoniale semplice) e quello utilizzato per la verifica dei risultati, avendo cura di constatare che la valutazione patrimoniale superi sempre positivamente la verifica che l'azienda oggetto di valutazione produca redditi attesi congrui[52]. Di tali risultanze, appunto, dovrà essere informato il socio recedente che avrà così a disposizione il valore economico del capitale dell'azienda derivante dalla stima e quello di sua spettanza in proporzione della quota da liquidare[53].

4. Il valore della quota determinato secondo il metodo patrimoniale semplice

Fulcro centrale del recesso è la determinazione della quota del socio uscente al suo valore di "mercato"[54]. Per un'impostazione corretta del problema, senza avere come obiettivo l'esaustività della trattazione, si ritiene utile qui riassumere schematicamente le reali modalità da seguire per addivenire alla valorizzazione della partecipazione oggetto di recesso.

Nella prospettiva di determinare il valore del patrimonio sociale utilizzando il metodo patrimoniale (semplice) bisognerà "rettificare" le grandezze patrimoniali:

i) rappresentando in valori monetari correnti tutte le poste non monetarie presenti in azienda (immobilizzazioni, rimanenze, titoli, partecipazioni);

ii) determinando l'eventuale valore dei beni immateriali non contabilizzati;

iii) attualizzando, eventualmente, il valore di crediti e debiti differiti senza interessi, o con interessi non in linea col mercato;

---

[52] In questa logica, nonostante il riferimento sia alle società per azioni, lo stesso «… legislatore, anche in base a quanto esplicitamente affermato nella Relazione illustrativa (che come si é ricordato richiede di correggere la situazione patrimoniale effettiva con le prospettive reddituali), suggerisce di fatto l'impiego di un metodo di valutazione misto, ossia basato sia sulla stima del valore effettivo dei singoli elementi dell'attivo e del passivo, sia sulla capacità dell'azienda di generare utili». Cfr. VENTORUZZO M., *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio,* in «Rivista delle Società», n. 2-3/2005, pag. 378.

[53] Per quanto riguarda la procedura di liquidazione nella S.r.l. non avendo un preciso ordine da seguire (a differenza di quanto accade per le S.p.A.) e non essendo ammesso l'acquisto di proprie quote (sussistendo il divieto di cui all'art. 2474 del codice civile), è lasciata la facoltà agli amministratori (azionando una "opportuna discrezionalità tecnica") di decidere se procedere alla cessione della partecipazione agli altri soci o a terzi ovvero di attivare la procedura di riduzione del patrimonio. Per alcuni, in verità, si giustificherebbe una lettura più sfumata, ma non si vuole entrare nel merito di questa discussione che esula la trattazione.

[54] Tale circostanza quindi «… fa espressamene coincidere il momento di riferimento della valutazione della quota, per la società a responsabilità limitata, con la data di dichiarazione di recesso». L'espressione è utilizzata da RORDORF R., *Il recesso del socio di società di capitali: prime riflessioni dopo la riforma*, *op.cit.,* pag. 929.

iv) quantificando il valore di eventuali attività o passività potenziali.

Sotto questo aspetto il lavoro di revisione si rende necessario soprattutto in ragione del fatto che nel tempo si verificano mutamenti considerevoli nelle condizioni di utilizzo e di intervento ai processi produttivi dei diversi fattori, nonché variazioni nelle condizioni economiche di ambiente e di mercato e nel potere di acquisto della moneta; i valori contabili, inoltre, possono soggiacere all'esigenza di rispettare con rigore norme e convenzioni contabili che disciplinano l'informazione di bilancio[55].

I metodi patrimoniali sono spesso applicati nella pratica, in quanto prospettano valori provvisti di maggiore certezza e obiettività e soggetti ad un agevole controllo sul piano teorico[56]. Come però è già stato evidenziato, sono oggetto di numerose critiche posto che offrono una visione disaggregata e statica dell'azienda[57]. Il valore dell'azienda è fondato su tutto ciò di cui essa dispone ad un certo tempo, piuttosto che sulla sua capacità di generare risorse, mentre è risaputo che il valore del capitale e, quindi, dell'azienda è funzione dei flussi attesi. Ciononostante se si vuole evitare di pervenire a una grandezza di patrimonio priva di fondamento economico, sarà opportuno quanto meno "verificare" l'attitudine futura della stessa a remunerarlo, prendendo in considerazione, se del caso, anche gli elementi immateriali il cui valore si determina spesso sulla base del loro contributo alla redditività aziendale.

Le valutazioni condotte con il metodo patrimoniale semplice stimano il capitale economico dell'impresa operando un'analisi degli elementi patrimoniali attivi a passivi partendo dal valore a cui sono iscritti in bilancio (*book value)* alla data della "negoziazione" della rilevazione contabile sistematica[58]. Se tale data si colloca alla chiusura dell'esercizio, il documento di sintesi da cui è tratto il capitale netto contabile è rappresentato dalla situazione patrimoniale che fa parte del bilancio annuale. In caso

[55] POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino 2009, pag. 53.
[56] Esistono infatti ampie convergenze in dottrina nel ritenere che «... in linea di massima i metodi patrimoniali tendono a determinare l'impiego di capitale che un generico investitore dovrebbe effettuare per istituire una nuova impresa dotata di struttura patrimoniale (elementi attivi e passivi) perfettamente identica (in tutte le sue caratteristiche) a quella cui si riferisce la valutazione». Così, PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende*, Torino 1990, pag. 12.
[57] I noti limiti delle stime patrimoniali hanno suggerito ad alcuni autori di definirli non veri e propri "metodi", ma solo procedimenti di indagine idonei a fornire una "informazione patrimoniale" peraltro, ad avviso di chi scrive, ritenuta obbligatoria in taluni casi, come quello in esame, in cui è richiesto un raccordo contabile. Propugna tale tesi POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, *op.cit.*, pag. 52.
[58] Cfr. PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende*, *op.cit.*, pag. 13.

contrario il documento stesso sarà una situazione patrimoniale infra-annuale, appositamente costruita[59].

Si inizia, solitamente con la rettifica degli elementi attivi e passivi evidenziati dalla situazione patrimoniale di partenza, volta a verificare in via preliminare la sostanziale correttezza delle singole poste. Per poi procedere alla neutralizzazione di politiche di bilancio eventualmente adottate per varie finalità: contenimento dell'imposizione fiscale, politiche di dividendi, adozione di criteri eccessivamente prudenziali o, al contrario, ottimistici nella valutazione dei rischi, alterazioni varie (omissione involontaria di fondi rischi specifici ecc.).

Il secondo ordine di elaborazioni prevede la riespressione a valori correnti di sostituzione degli elementi patrimoniali attivi e passivi desunti dalle elaborazioni precedenti, passando da valori di "funzionamento" ai corrispondenti analitici "valori di cessione".

4.1 Il procedimento di applicazione del metodo reddituale

La preferenza teorica per il metodo patrimoniale (semplice) nell'ambito della determinazione del valore di recesso, non toglie però l'importanza dell'informativa fornita dalle grandezze reddituali da prendere come riferimento valido nella specifica situazione.

In questo senso, il vaglio successivo da compiere si sostanzia nella verifica dei valori patrimoniali stimati in funzione della capacità di produrre flussi di risultati dell'intero complesso aziendale (verifica reddituale in senso lato).

La "configurazione di base" del calcolo reddituale, assai lineare, incontra ostacoli che potrebbero comportare, nella maggior parte dei casi, il rischio di commettere molti errori di previsione quali ad esempio la fissazione dell'orizzonte temporale da assumere ai fini della stima e la prevedibilità dei flussi di reddito[60]. È superfluo osservare come le variabili di cui si discute siano fra di loro inversamente correlate, essendo evidente che, al crescere dell'orizzonte temporale, l'attendibilità delle previsioni formulate sui flussi diminuisce.

[59] Come si avrà modo di precisare più avanti, questa è l'impostazione che sembra prevalere nell'ambito della dottrina aziendalistica. *Amplius infra*, paragrafo 5.

[60] Per questi motivi i metodi reddituali trovano applicazione efficace in presenza di aziende con *trend* reddituali stimabili con sufficiente affidabilità e con contenuti patrimoniali relativamente modesti.

La relazione dunque prevede la determinazione di due variabili: il reddito medio normale atteso e il tasso di capitalizzazione.

Il reddito medio normale atteso

La misura del reddito da assumere nel calcolo intende esprimere, prescindendo da situazioni contingenti momentanee, la stabile capacità dell'azienda di produrre reddito almeno nel breve termine. Pertanto, dovrà farsi riferimento ai risultati passati qualora essi siano adeguatamente espressivi anche dei successivi andamenti economici. In tale fase si procede ad isolare le componenti reddituali, non ordinarie e non caratteristiche, che abbiano potuto influenzare in modo significativo la misura dei risultati.

Tuttavia, affinché i dati storici possano costituire la base per formulare previsioni in funzione dell'andamento di taluni fattori rilevanti della gestione suscettibili di modificare in futuro i risultati economici, gli stessi vanno inquadrati nel contesto esterno, ambientale e di mercato, nel quale l'attività è svolta tenendo conto degli obiettivi e dei programmi di azione assunti nell'orizzonte temporale considerato[61].

Nelle indagini relative al futuro, nel metodo in esame sono oggetto di apprezzamento le potenzialità di sviluppo dell'impresa (cosiddetto tasso di crescita)[62], altre volte ancora i probabili esiti incrementativi della redditività che potrebbero scaturire da progetti di miglioramento in preparazione, o da operazioni di ristruttura-zione di vario tipo già in atto o che si intravedono realizzabili con le risorse disponibili.

Per quanto detto, la determinazione del reddito medio atteso[63], fermo restando tutte le tecniche offerte dalla dottrina economico-aziendale e dalla prassi professionale, in considerazione della specificità della valutazione e con l'obiettivo di ridurre il livello

[61] POTITO L., *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, *op.cit.*, pag. 37.

[62] Attesa tuttavia la circostanza che, per la struttura stessa del metodo, tale tasso viene mantenuto costante per l'intera durata illimitata, la sua quantificazione ed il conseguente inserimento nella formula richiede difatti particolare cautela, al punto da venire sovente prudenzialmente escluso non essendo in teoria accettabile un'ipotesi di crescita infinita.

[63] Spesso denominato anche reddito prospettico o, secondo le varie espressioni correnti nella pratica, reddito previsto, programmato o sperato. Cfr. CARAMIELLO C., *La valutazione dell'azienda*, *op.cit*., pag. 47, il quale scrive: «… in genere si tratta del reddito medio presunto futuro che si pensa di poter ritrarre, per un determinato tempo, dal capitale aziendale. La sua durata viene considerata, di norma, illimitata: poiché la vita aziendale è, in genere, almeno in linea teorica, indefinita nel tempo».

di soggettività della stima, potrebbe essere utilmente effettuata sulla base dei dati storici aziendali[64].

La proiezione di tali elementi potrebbe essere compiuta sulla base di una media aritmetica, semplice o ponderata per tenere maggiormente in conto i risultati degli ultimi anni, oppure potrebbe essere realizzata impiegando tecniche di estrapolazione del *trend* storico mediante differenti tipologie di analisi statistica.

Il tasso di capitalizzazione

Il tasso di capitalizzazione consente di rapportare il reddito medio normale ottenuto all'entità del capitale. La sua determinazione presenta difficoltà ancora maggiori di quella del flusso reddituale, essendo i riferimenti per la sua stima ancora più incerti.

Esso deve essere fissato individuando un "tasso opportunità", cioè un dato che esprime, in linea di principio, la redditività che le aziende operanti nello stesso settore, aventi caratteristiche similari alla società da valutare dovrebbero assicurare agli investitori in considerazione del livello di rischio cui sono sottoposti[65].

La logica di determinazione di questo tasso di rendimento è basata sulla circostanza che un soggetto valuta conveniente impiegare fondi in una attività economica se questa è in grado di compensarlo adeguatamente del rischio che in essa corre rispetto ai rendimenti offerti da investimenti privi di rischio[66].

---

[64] È ovvio che i dati storici potrebbero non essere confermati in futuro, ma la semplificazione appare utile per ridurre la soggettività della valutazione. I dati storici potrebbero essere integrati esclusivamente nel caso di comprovati mutamenti nella gestione che facciano prevedere un diverso e sostanziale andamento economico dell'azienda. Difatti, la determinazione del reddito medio normale deve necessariamente includere l'indagine prospettica, estesa ai successivi 3/5 esercizi, auspicando che, per quanto possibile, si possa contare sull'ausilio di *budget* e piani aziendali.

[65] Per dirla in altre parole, il tasso di capitalizzazione esprime in generale il rapporto tra reddito e capitale ritenuto congruo per l'investimento in capitale proprio di impresa alla luce delle correnti condizioni di mercato. La scelta del tasso di capitalizzazione costituisce il nodo principale del procedimento valutativo in esame. Piccole differenze nella scelta di tale parametro si riflettono in misura considerevole sul valore di stima ricercato.

[66] «Il valore economico del capitale aziendale, dunque, è funzione del reddito prospettico e del tasso equo di redditività. Il reddito prospettico - ripetiamo - è quello che si prevede di attribuire all'azienda in un determinato futuro. Esso è considerato equo quando rimunera soddisfacentemente, in base alle condizioni del mercato, l'investimento aziendale. In altre parole, il reddito può essere definito equo (o, anche, economico) quando rimunera il capitale aziendale in ragione del tasso equo di redditività». Su tali questioni si è a lungo profusa la dottrina italiana. Per approfondimenti visiona CARAMIELLO C., *La valutazione dell'azienda*, *op.cit.*, pag. 48.

Il tasso di rendimento medio normale atteso è esplicitato come sommatoria di due componenti, la prima rappresentativa di investimenti privi di rischio, la seconda rappresentativa di un premio per il rischio di investimento in uno specifico settore.

Per la determinazione della componente reddituale priva di rischio, di solito si fa riferimento al rendimento offerto dai titoli di stato a lunga scadenza.

Per valorizzare il premio di rendimento richiesto da coloro che effettuano un investimento rischioso, rispetto ad uno privo di rischio, si ricorre all'analisi storica della differenza tra il rendimento medio di un impiego in capitale di rischio, e il rendimento medio degli investimenti senza rischio.

Il rischio medio di mercato viene "corretto" moltiplicando il dato medio con un coefficiente che esprime la variabilità di rendimento di un'azienda rispetto all'andamento del mercato.

Nel caso di partecipazioni in aziende non quotate in mercati regolamentati tale coefficiente non è rilevabile da statistiche ufficiali, pertanto, esso deve essere individuato sulla base di ulteriori stime[67], configurandosi anche nella determinazione del tasso di capitalizzazione un livello di soggettività molto elevato, posto che la dottrina e la prassi hanno indicato numerosi sistemi di definizione del rischio specifico dell'azienda.

Le insidie che si nascondono lungo il percorso che si è delineato sono tutt'altro che trascurabili; sarebbe poco agevole suggerire percorsi per limitare il perimetro dell'indagine da compiere. È sicuramente utile però evidenziare la necessità che siano esplicitati i parametri utilizzati e i criteri seguiti per la stima del tasso di capitalizzazione[68]. Nondimeno sarebbe la soluzione concettuale da preferire[69].

I metodi reddituali si fanno apprezzare per la fondatezza dei criteri generali assunti a base della valutazione in quanto l'azienda, oggetto di stima, viene valutata in funzione della sua capacità di produrre redditi.

I maggiori limiti dei metodi reddituali che vanno adeguatamente ponderati in sede di valutazione finale, risiedono comunque nelle incertezze e difficoltà della stima del

[67] Nei Paesi caratterizzati da mercati azionari sviluppati tali coefficienti (aziendali e di settore) sono oggetto di pubblicazione (c.d. *Beta Book*) da parte di operatori specializzati; per le società quotate, quindi, i coefficienti in parola sono agevolmente disponibili. In presenza di imprese non quotate, invece, è usuale il riferimento a quelli di aziende similari quotate.

[68] A tal proposito potrebbe essere utile effettuare un'analisi di sensitività dei risultati ottenuti variando i principali parametri utilizzati nei modelli matematici.

[69] Una trattazione completa dell'argomento richiederebbe ben altro approfondimento, mentre, volutamente è stato scelto di circoscrivere il discorso ad alcune premesse fondamentali che possono essere da guida, rimandando alla esauriente e facilmente reperibile dottrina in materia.

reddito medio-normale prospettico[70], espressione di durevole redditività del capitale proprio, e del tasso di capitalizzazione, espressione quest'altra del livello corrente delle rimunerazioni riconosciute dal mercato dei capitali per investimenti appartenenti alla stessa classe di durata e rischio[71].

5. Il bilancio "straordinario" per il recesso

I contenuti della disposizione legislativa sul tema considerato hanno evidentemente riflesso anche su ulteriori aspetti: l'assoluta mancanza di riferimento (non solo al bilancio d'esercizio, ma anche) a una pura e semplice situazione patrimoniale contabile e l'ampio potere discrezionale concesso agli amministratori circa le modalità di valutazione. Dunque il tipo e il documento contabile da predisporre deve essere "informato" non già in base alla sua denominazione, bensì in ragione delle finalità del documento medesimo ed agli interessi tutelati dalla norma.

All'atto pratico, poiché questi ultimi dovrebbero determinare un valore simile a quello che si avrebbe in una transazione a normali condizioni di mercato (il cosiddetto valore di scambio), tenuto altresì conto del richiamo del legislatore al patrimonio sociale, saranno sicuramente essi stessi chiamati a dover redigere una situazione patrimoniale[72] - ancorché non prevista dal codice civile - che è alla base del processo

[70] Relativamente all'aspetto della definizione di base, di estremo interesse si rileva la lettura offerta da BADIA F., *Metodi finanziari e reddituali: un'analisi comparata incentrata sul significato e la valenza informativa delle loro grandezze di riferimento, op.cit.*, pag. 573, il quale ritiene che «… la versione più completa (e corretta) di metodo reddituale si viene ad identificare con quella in cui la grandezza di riferimento è costituita dal reddito prospettico, stimato però in conformità ad un processo di normalizzazione del reddito storico. Per reddito normalizzato s'intende un reddito medio rettificato da tutti gli elementi che derivano da situazioni anormali o non ripetibili». Nel complesso quindi tali accorgimenti dovrebbero essere in grado di costituire una base di partenza idonea, tale da superare molte delle critiche (ma non tutte), che i fautori dei metodi finanziari pongono ai metodi reddituali.

[71] Cfr. PAGANELLI O., *Valutazione delle aziende*, *op.cit.*, pag. 45.

[72] Per riferirsi ai "bilanci straordinari", lo stesso legislatore civilistico impiega una varietà di denominazioni (di solito, situazione patrimoniale, talvolta bilancio, altre ancora prospetto contabile). Ciò non vuol dire che il conto economico e la nota integrativa debbano essere compilati solo quelle rare volte in cui vi sia esplicito riferimento al termine "bilancio" e non in tutti gli altri casi, come occorre tener presente che per "situazione patrimoniale" non ci si può riferire sempre solo ed esclusivamente ad un prospetto deputato a rilevare la struttura, la composizione ed il valore del patrimonio dell'impresa. Cfr. CARATOZZOLO M., *I bilanci straordinari*, *op.cit.*, pag. 51. Queste convinzioni, sostenute anche da qualche giurista, vanno opportunamente mitigate perché in talune circostanze possono portare a conclusioni errate sul

valutativo, e che tenga conto sia dei plusvalori latenti[73] che delle passività potenziali presenti nella società[74].

Si tratta in concreto di "formare" un bilancio infrannuale di tipo ordinario, redatto con riferimento alla data di dichiarazione di recesso[75] e con i medesimi criteri valevoli per il bilancio d'esercizio[76].

La redazione di un simile documento è necessaria sia sotto il profilo temporale (avendo riguardo alla data del recesso e non alla chiusura dell'esercizio precedente), sia

---

piano della ricostruzione della disciplina dei bilanci "speciali" (rinviando a quanto si dirà nella successiva nota 75).

[73] Con la diligenza di stimare comunque tali valori con prudenza e nella prospettiva di continuazione dell'attività così come indicato dall'art. 2423-bis del codice civile.

[74] In conclusione «… il valore del "capitale economico della società" dovrà risultare, come ritiene la generalità della dottrina, da un "bilancio straordinario di recesso" analogo a quello che deve essere compilato nella società di persone ai sensi dell'art. 2289 c.c.» come sottolineato da CARATOZZOLO M., *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, *op.cit.*, pag. 1346 e ripreso da CACCIAPAGLIA L., COPPOLA G., PROTANI R., *Recesso del socio di S.r.l.*, *op.cit.*, pag. 7. In ordine al concetto di "bilancio straordinario", inoltre, è da condividere la precisazione offerta dallo stesso CARATOZZOLO M., *I bilanci straordinari*, *op.cit.*, pag. 46, il quale rileva una sostanziale e non solo terminologica differenza nei bilanci redatti con riferimento ad una data diversa della normale chiusura dell'esercizio per i quali la denominazione più appropriata, è quella di "bilanci ordinari infrannuali" (ovvero "bilanci intermedi"), in quanto essi di "straordinario" o "speciale" hanno solo il riferimento temporale in cui sono chiusi. Per tali motivi utilizzare anche per essi la denominazione di bilanci straordinari appare scorretto ed inopportuno.

[75] In particolare, il preciso riferimento alla dichiarazione di recesso consente di non tener conto delle perdite verificatesi successivamente, ovviandosi in tal modo a sottovalutazioni artificiose penalizzanti per il socio recedente. Cfr. TRICOLI A., *Il recesso del socio nella nuova S.r.l.: alcuni profili problematici*, *op.cit*. In tal senso anche ASSONIME, *Il diritto di recesso nella società per azioni*, *op.cit.*, pag. 18, che con riguardo alle S.p.A. (ma riferibile pure alle S.r.l.) sostiene che: «… la determinazione del valore andrà effettuata con riferimento a una situazione patrimoniale e reddituale, quanto più possibile vicina alla data della delibera che legittima il recesso e dovrà risultare dal documento recante la decisione. In particolare, oltre al valore delle azioni, dal documento dovranno risultare anche i dati contabili che - sulla base, invece, di una situazione patrimoniale aggiornata - hanno dato luogo al risultato».

[76] Sul piano accademico il dibattito che si è sviluppato è molto intenso e si ritrovano, benchè non frequenti, tesi che negano la validità teorica di questa impostazione. Precedentemente costituivano un valido ausilio per la presentazione e la redazione dei bilanci intermedi, in ipotesi di recesso, le "indicazioni sovvenzionali" rinvenibili nel Documento n. 30 dei principi contabili italiani sui bilanci intermedi, modificato poi dall'OIC in data 6 aprile 2006 in relazione alla riforma del diritto societario.

sotto il profilo dei principi di valutazione (essendo riferito al valore di mercato del patrimonio sociale dovrà infatti tener conto del valore effettivo degli elementi patrimoniali e dell'avviamento). Delle risultanze contabili esposte bisognerà comunque che se ne accerti la completezza e correttezza ai sensi degli artt. 2423 ss. del codice civile; per cui è opportuno (anche se non obbligatorio per legge) che le stesse siano assoggettate a revisione contabile, anche limitata, da parte del revisore legale della società se nominato.

Partendo quindi da una situazione a valori di funzionamento, occorrerà anzitutto sostituire ad essa i valori correnti, i *fair values* delle attività e passività iscritte in bilancio, se significativamente diversi dai valori contabili. Con l'applicazione dei valori correnti si perviene infatti al calcolo di una serie di plusvalenze e minusvalenze rispetto ai valori contabili.

Sarà necessario inoltre tenere conto anche del cosiddetto sconto di minoranza (qualora presente)[77]. Tale argomento è l'oggetto di analisi del prossimo paragrafo.

6. Gli sconti di minoranza per ridotti poteri e per mancanza di mercato: problemi di applicabilità

Benché si riscontrino orientamenti non univoci[78], non può escludersi, almeno in

[77] L'idea è ben radicata poiché se il valore complessivo delle quote deve corrispondere al capitale economico, così come esiste il premio di maggioranza si deve riconoscere l'esistenza anche di uno sconto di minoranza.

[78] Cfr. REVIGLIONO P., *Tecniche di liquidazione de socio recedente*, *op.cit.*, il quale sostiene che «… con riferimento all'ipotesi in cui la partecipazione del recedente sia minoritaria, si può ragionevolmente riconoscere come fondata la possibilità di tenere conto degli sconti di minoranza, legati essenzialmente, da un lato, ai "ridotti poteri" che quella partecipazione attribuisce, dall'altro, alla già sottolineata mancanza di mercato e di negoziabilità della partecipazione stessa». Sull'argomento con conclusioni opposte e partendo da una interpretazione rigorosamente matematica dell'espressione "in proporzione" si consulti CARATOZZOLO M., *Criteri di valutazione delle azioni del socio recedente nelle s.p.a.*, *op.cit.*, pag. 1347, che afferma: «… il riferimento dell'art. 2473 al rimborso "in proporzione del patrimonio sociale" diverso da quello dell'art. 2437-ter "tenuto conto della consistenza patrimoniale …" esclude già in partenza qualsiasi considerazione di premi di maggioranza e sconti di minoranza» e BALDISSERA A., *Profili critici relativi al recesso nella società a responsabilità limitata dopo la riforma del 2003*, *op.cit.*, pag. 20, per la quale, riferendosi a eventuali "premi" o "sconti": «… pare che il dato testuale induca a escludere che nella valutazione della partecipazione vi sia un obbligo di valorizzazione degli elementi di cui sopra: atteso che il rimborso deve avvenire "in proporzione del patrimonio sociale", si ravvisa in questo un criterio matematico pressoché chiuso, in forza del quale il valore di rimborso è

linea generale, la necessità, o quantomeno la possibilità, di tenere conto nella valutazione della partecipazione del socio recedente, delle singole peculiarità che caratterizzano la liquidazione.

Lo dimostra il fatto che, nell'ipotesi in cui una partecipazione minoritaria venga scambiata tra "soggetti indipendenti", il relativo valore potrebbe non coincidere con il capitale economico pro quota, in quanto al suddetto valore è applicabile uno sconto di minoranza[79] per ridotti poteri e/o uno sconto di liquidità per assenza di mercato (*lack of marketability*)[80].

Parimenti, come in precedenza accennato, la partecipazione al capitale di una società a responsabilità limitata potrebbe costituire un investimento non prontamente e convenientemente liquidabile per carenza di potenziali acquirenti. Di tal ché, si dovrebbe tenere, anche conto - ai fini della determinazione del valore economico della partecipazione - in quanto "condizione" che penalizza la posizione dell'investitore e giustifica, per i suoi effetti, l'applicazione di uno sconto cosiddetto di liquidità[81].

---

determinato "pro quota", ossia come frazione del valore complessivo del patrimonio societario misurato a valori di mercato».

[79] Lo "sconto di minoranza" è spesso considerato nella pratica il contrapposto del "premio di controllo", anche se ciò non significa un'equivalenza sul piano quantitativo. Anzi, secondo alcune tesi, lo sconto di minoranza, se non viene confuso con la "causa di negoziabilità", non esiste affatto, o esiste in ipotesi estreme.

[80] Gli ulteriori approfondimenti in merito alle circostanze in cui gli sconti di minoranza e di liquidità si giustificano, sono stati affrontati, tra gli altri, da ONESTI T., *Sconti di minoranza e sconti di liquidità. Ridotti poteri e mancanza di mercato nella valutazione delle partecipazioni*, Padova, 2002, pag. 63; ANGIOLA N., *Il diritto di recesso del socio di società di capitali. Riflessioni economico-aziendali alla luce dell'innovata disciplina civilistica*, http://www.dseagmeg.unifg.it/pubblicazioni/dwn/04_01_angiola.pdf, 2004, pag. 13. Sull'argomento si vedano anche: COLOMBO G.E., *La cessione dei pacchetti di controllo: considerazioni per una discussione,* in «Rivista delle Società», 1978, pag. 1443; DI STEFANO G., *L'utile di controllo e premio di maggioranza nelle imprese societarie,* in «Studi e Informazioni», Banca Toscana, n. 4/1986, pag. 95; MASSARI M., ZANETTI L., *Valutazione finanziaria,* Milano 2004, pag. 360; MUSAIO A., *Valore "Intrinseco" e valore "soggettivo" delle partecipazioni,* in «Rivista Italiana di Ragioneria e di Economia Aziendale», nn. 5-6/1995, pag. 264; CORONELLA S., *Premi di maggioranza e sconti di minoranza nella valutazione delle partecipazioni: un approccio empirico*, in «Rivista dei Dottori Commercialisti», n. 1/2010, pag. 99.

[81] È pur vero che spesso tale sconto viene determinato in modo implicito nell'ambito del processo negoziale piuttosto che estrinsecato come componente autonoma della valutazione.

In questa logica, per la quantificazione di tale valore, laddove sia richiesta - piuttosto che ad algoritmi quantitativi - si ricorre a *rule of thumbs*, posto che la possibilità di determinare il premio di liquidità è affidata a strategie empiriche che mostrano diverse restrizioni e forzature. Tuttavia, nella particolare circostanza esaminata (con riferimento alla determinazione del valore "pro quota" del capitale economico aziendale) dovranno essere sempre considerati i seguenti due aspetti:

i) la dimensione relativa della partecipazione del socio uscente;
ii) le modalità di rimborso della stessa.

Più precisamente, se il socio recedente è in possesso di una partecipazione minoritaria "significativa" e il rimborso di quest'ultima avviene con esborso a carico della società, bisogna tenere conto del "danno" che la stessa società subisce a causa del recesso[82].

È questo il cuore del problema. La società, infatti, privandosi di liquidità, potrebbe trovarsi costretta a ricorrere a forme di indebitamento - con il conseguente sostenimento di oneri finanziari - che aggiunti alle ridotte prospettive di redditività future potrebbero verosimilmente far diminuire anche il valore economico del capitale aziendale[83].

---

[82] Ed infatti: «… non sembrerebbe opportuno valutare e liquidare, *tout-court*, la quota del socio recedente sulla base dell'intero valore economico del capitale d'azienda; ma, piuttosto, poiché in questo caso il recesso rappresenta una menomazione del sistema impresa, sarebbe più conveniente, a nostro avviso, stimare tale quota sulla base di un valore del capitale economico opportunamente diminuito di un importo che rappresenti il danno che l'esercizio del diritto di recesso provoca all'economia del sistema aziendale. In definitiva, ci sembrerebbe corretto stimare la quota del socio recedente sulla base del valore economico della quota stessa. Tale valore dovrà, tuttavia, essere determinato facendo riferimento ai minori redditi che l'azienda in futuro con ogni probabilità conseguirà, sia per problemi di indipendenza finanziaria, sia per problemi di effettivo venir meno di una forza operativa nell'impresa (socio recedente prestatore d'opera). Pertanto, il valore economico della quota del socio recedente, … dovrà essere sicuramente inferiore al valore economico del capitale d'azienda calcolato pro quota, determinato prima dell'operazione di recesso». ONESTI T., *Problemi valutativi nella liquidazione della quota del socio uscente nelle società di persone e nelle società di capitali,* Torino, 1991, pag. 38.

[83] In realtà il valore economico del capitale determinato con il metodo reddituale (o misto) riflette già la proiezione della nuova redditività attesa, alle mutate condizioni. Ciò posto diviene opinabile la necessità di fornire ulteriori precisazioni sull'entità del valore economico del capitale *post* recesso, dal momento che forse sarebbe più opportuno sottolineare la circostanza dell'aspetto "danno" nella valutazione globale delle variabili incluse nella formula impiegata. La dinamica si amplifica con riferimento all'utilizzo del metodo patrimoniale, in quanto il tal caso si potrebbe anche prefigurare di quantificare "il danno" e decurtarlo dal valore economico

In ogni caso, il "rimborso" della partecipazione del socio uscente dovrebbe avvenire sulla base del valore "pro quota" del capitale economico calcolato dopo l'operazione di recesso, per riflettere, appunto, il nocumento che la società subisce a causa di tale operazione[84].

Nella situazione in cui, invece, la partecipazione del socio di minoranza venga acquisita dagli altri soci o da terzi estranei (oppure quando la dimensione della stessa risulti trascurabile), il valore del capitale economico aziendale non subisce alcuna variazione sostanziale a seguito dell'uscita del socio dalla società, per cui la stima del valore della partecipazione potrà avvenire sulla base del capitale economico calcolato prima del recesso[85].

7. Considerazioni conclusive

Le novità introdotte dalla riforma del diritto societario in merito al recesso del socio recano una notevole innovazione anche nella procedura di liquidazione della quota di partecipazione dello stesso, in quanto, il valore non è più determinato in base ai dati storici, espressi nel bilancio d'esercizio, ma in base ad un criterio di valutazione unico e non derogabile: il "valore corrente" del patrimonio aziendale[86].

Lo scopo del legislatore è quello di assicurare una maggiore tutela al socio investitore che per i motivi previsti dalla legge o dallo statuto sociale decide di uscire dalla società.

Data la delicatezza di tale fase della vita sociale è bene che lo statuto sociale si esprima nel dettaglio sull'argomento, al fine di limitare i margini di incertezza, nel rispetto del criterio generale del "valore di mercato" e individuando in maniera

---

del capitale *ante* recesso, o ancora esprimere tale danno come differenziale tra i due valori economici confrontati (*ante* e *post* recesso).

[84] Non a caso si parla di "rimborso" e non di "corrispettivo", col che sottolineandosi «... da un lato che obbligata al rimborso è la società dalla quale si recede, non i suoi soci, da altro lato che non si verifica una compravendita di partecipazione con la società (operazione peraltro vietata ex art. 2474 del codice civile), da altro lato ancora che l'operazione dovrebbe essere totalmente neutra per il recedente, ossia non portagli alcun vantaggio economico rispetto alla pura e semplice monetizzazione della sua partecipazione». Cfr. LANZIO L., *Il recesso del socio di s.r.l., op.cit.*, pag. 154.

[85] Quest'analisi è presente in ANGIOLA N., *Il diritto di recesso del socio di società di capitali. Riflessioni economico-aziendali alla luce dell'innovata disciplina civilistica*, *op.cit.*, pag. 14.

[86] Quindi i criteri da seguire nella determinazione del valore della quota dovranno temperare, al contempo, l'esigenza del socio di disinvestire dalla società e la salvaguardia dell'integrità del capitale sociale in considerazione che nell'ipotesi in cui la società non abbia i mezzi per soddisfare i soci dovrà procedersi alla sua liquidazione. Tale evenienza ha effetti negativi sull'intera compagine sociale per la forte riduzione di valore che l'azienda potrebbe subire.

compiuta i percorsi che i periti incaricati dalle parti o dal Tribunale debbano seguire per determinare il valore delle quote dei soci receduti[87]. Seguendo questo *iter* il valore della partecipazione da liquidare appare meno sindacabile in quanto il valore stimato deriva da grandezze controllabili il cui livello di soggettività è stato relativamente limitato. Il socio, infatti, ha il pieno controllo del valore prospettatogli, potendo egli stesso riscontrare il rispetto dei criteri individuati nello statuto.

Senza volersi addentrare in articolati distinguo, ma condensando gli esiti del dibattito dottrinale in semplici coordinate operative, può affermarsi che, pur nel silenzio del terzo comma dell'art. 2473, del codice civile, l'opinione prevalente ritiene ammissibile l'introduzione statutaria di diversi e più specifici parametri di determinazione del valore di liquidazione[88] a condizione che con riferimento alle ipotesi inderogabili di recesso essa non si traduca nell'eliminazione del riferimento al valore di mercato o, comunque nell'introduzione di deroghe *in peius*[89].

Con riguardo alla fattispecie di recesso di fonte statutaria, è pur vero però che altra dottrina è propensa, anche, ad ammettere la previsione di criteri più sfavorevoli al recedente[90], rispetto a quello previsto, dal più volte richiamato, terzo comma, dell'art. 2473 del codice civile.

Per la valutazione, tra i vari metodi, per molti e per chi scrive, quello patrimoniale assume un ruolo di *preminenza*, non modificabile statutariamente, in quanto la valorizzazione della componente patrimoniale del complesso aziendale rappresenta un elemento caratterizzante ed indefettibile della liquidazione della partecipazione del recedente, che traspare con evidenza dalla lettera della norma e che

[87] La massima I.H.13 del Comitato Notarile del Triveneto ha chiarito che l'atto costitutivo, data l'assenza di un metodo legale e univoco di valutazione delle partecipazioni, può prevedere criteri statutari volti a determinare in maniera oggettiva il valore della partecipazione. Devono invece ritenersi illegittime le clausole che determinano il valore di rimborso della partecipazione secondo criteri diversi dal valore di mercato.

[88] Sottolinea l'opportunità che l'atto costitutivo preveda meccanismi di valutazione del valore di mercato, eliminando incertezze e possibili contrasti in merito alla valutazione delle partecipazioni RICHTER M.S., *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in «Rivista di Diritto Commerciale», 2004, I, pag. 410.

[89] Le copiose, e spesso in antinomia, interpretazioni al riguardo riflettono la difficile ricerca di un equilibrio fra le aspirazioni del socio, che ambisce a valori il più possibile remunerativi, e quelle opposte della società che mira invece a contenere l'esborso.

[90] Isolata al riguardo appare la posizione di SALAFIA V., *Statuti e riforma societaria: organizzazione, rapporti tra soci, attività sociale, patti parasociali*, in «Le Società», n. 3/2003, pag. 414, secondo cui l'atto costitutivo non potrebbe stabilire un criterio più favorevole al recedente, perché esso comporterebbe un pregiudizio per il patrimonio della società e, di conseguenza, per i creditori sociali.

trova corrispondenza nella sua *ratio*[91]. Tanto il metodo reddituale che quello finanziario, o entrambi se del caso, possono essere configurati dall'atto costitutivo come criteri destinati a *verificare* la stima ottenuta con il metodo patrimoniale semplice[92].

[91] Non sarebbe quindi legittima una clausola che, ad esempio, prevedesse l'utilizzazione del metodo reddituale come "unico" criterio di liquidazione in sostituzione di quello patrimoniale.
[92] In senso adesivo vedi REVIGLIONO P., *Tecniche di liquidazione del socio recedente*, *op.cit.*.

RELAZIONI A CONVEGNI

L'OBBLIGO DI SEGNALAZIONE DI OPERAZIONI SOSPETTE PER I PROFESSIONISTI*

L'Autrice prende in esame le modifiche apportate ed i progetti di riforma della normativa sull'antiriciclaggio, con particolare riferimento al dovere, per i professionisti ed i revisori contabili, di individuare le operazioni sospette.

di **LUCIA STAROLA**

La normativa antiriciclaggio, risalente al 1991 per gli intermediari finanziari, ha vissuto una evoluzione incessante a partire dall'emanazione del D.Lgs.n. 56/2004, che per la prima volta ha previsto il coinvolgimento dei professionisti e la cui applicazione si è avviata in concreto con i decreti attuativi del 2006.

L'evoluzione è proseguita con il D.Lgs.n.231/2007, di recepimento della direttiva 2005/60/CE, fondamentale per l'adeguata verifica con approccio basato sul rischio, ed in seguito con il decreto correttivo n. 151/2009.

A livello di normativa secondaria, l'ultimo in ordine di tempo è stato il decreto del Ministero della Giustizia del 16/04/2010, con il quale sono stati emanati gli indici di anomalia per i professionisti.

Ma il cantiere non è chiuso, come dimostrano:

- le modifiche contenute nella manovra estiva 2010, il D.M.n. 78/2010, con lo scopo di comprimere pratiche elusive della normativa fiscale, oltre che di rinforzare la normativa antiriciclaggio;
- il questionario che il Ministero dell'Economia e Finanze ha inviato ai Consigli Nazionali degli Ordini professionali lo scorso agosto, che preannuncia possibili cambiamenti a livello Gafi (Groupe d'action financière) e quindi modifiche della normativa comunitaria e nazionale. Si tratta di chiarimenti ed approfondimenti circa l'approccio basato sul rischio ed in particolare sulle "*misure ragionevoli*" da applicare al fine di verificare l'identità del titolare effettivo e la frequenza dell'aggiornamento delle informazioni sulla clientela;
- la bozza del provvedimento diffuso lo scorso 25 novembre dall'UIF sul

* Relazione al Convegno "*Normativa Antiriciclaggio, Secondo Convegno sull'evoluzione del quadro regolamentare e i connessi aspetti procedurali e operativi*", tenutosi a Sassari il 18 febbraio 2011.

proprio sito internet, contenente le Istruzioni sui dati e le informazioni da inserire nelle segnalazioni di operazioni sospette da inviare in via telematica.

Ognuno di questi provvedimenti, emanati o emanandi, se da un lato ha contribuito ad accrescere nei professionisti la consapevolezza che il loro coinvolgimento nella prevenzione del riciclaggio è serio ed effettivo, non ha mancato di focalizzare l'attenzione su alcune incongruenze della normativa e talvolta di accrescere l'incertezza sul comportamento ritenuto corretto ovvero di accentuare la pesantezza del formalismo burocratico di alcuni adempimenti.

Sono questi i temi oggetto del mio intervento.

Seguendo l'ordine temporale un accenno va fatto alle speranze riposte nel decreto correttivo 25 settembre 2009 n. 151 (in G.U. 256 del 03.11.2009), in vista del quale la Commissione Antiriciclaggio del Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti ed esperti contabili (CNDCEC) aveva a lungo lavorato, proponendo modifiche e chiarimenti che non sono stati accolti dal legislatore.

Per dirne una, che appare banale, ma che a livello operativo crea un appesantimento non indifferente, richiamo l'inciso inserito nel comma 1-bis dell'art. 38 in tema di modalità di registrazione per i professionisti. Si tratta dell'esplicazione dell'obbligo di registrare, nei 30 giorni dall'accettazione dell'incarico, i dati del cliente e del titolare effettivo. L'inciso conclude "*ferma l'ordinaria validità dei documenti d'identità*". Cosa significa? Da allora il professionista si chiede: per un incarico continuativo, occorre monitorare la scadenza dei documenti d'identità del cliente ed effettuare apposite registrazioni ad ogni rinnovo? Posso dire, per aver partecipato ad una riunione presso l'Ufficio legislativo del MEF, che non era questo lo spirito della modifica, ma la formula usata non brilla per chiarezza.

Per dirne un'altra, l'avvenuta modifica dell'art. 36, comma 2, lettera a), in ordine all'obbligo di registrare i dati identificativi del titolare effettivo, ha dato luogo ad una modifica anche dell'art. 36, comma 1, lettera a), probabilmente originata da un refuso, facendo in tal modo intendere che per il titolare effettivo sia dovuto un obbligo di adeguata verifica. Tale obbligo, non solo non è previsto dall'art. 18 e dall'art. 19, che per il titolare effettivo richiedono l'identificazione e la verifica dell'identità, ma non è nemmeno concettualmente ipotizzabile, oltre che non previsto dalla direttiva.

Ancora, non è stata accolta la richiesta di modifica dell'art. 60, con l'introduzione della possibilità di ricorrere all'oblazione *ex* art. 16 L. 689/81, in caso di mancata comunicazione dell'infrazione alle disposizioni sui contanti, anche per il professionista, oblazione già possibile per il soggetto che ha commesso l'infrazione.

Per evidenziare anche aspetti positivi, è importante dire che il D.Lgs. n.151/2009 ha finalmente fatto chiarezza sugli adempimenti degli organi di controllo societario, argomento che aveva creato non poche incertezze in precedenza.

Il D.Lgs.n. 56/2004 richiamava genericamente, tra i destinatari della normativa,

anche gli iscritti nel registro dei revisori contabili. Il provvedimento attuativo UIC del 24.02.2006 aveva espressamente previsto l'esclusione delle attività svolte dai professionisti nella qualità di organi di gestione, amministrazione e controllo di società, enti o trust dall'ambito di applicazione delle disposizioni antiriciclaggio. Non solo, una risposta dell'UIC del 21.06.2006 aveva indicato l'esonero anche per i componenti del collegio sindacale incaricato del controllo contabile.

La bozza del D.Lgs. di recepimento della III direttiva prevedeva espressamente l'esonero per i sindaci, trattandosi di un rapporto organico, ma tale previsione scomparve nel D.Lgs.n. 231/2007. Tuttavia il MEF in una risposta del 12.06.2008 confermava la sussistenza degli adempimenti per i componenti del collegio sindacale con incarico di controllo contabile, lasciando presumere, *a contrariis*, l'esonero per il collegio sindacale non incaricato di tale funzione.

Da ultimo la previsione di esonero per i sindaci è stata reinserita dal D.Lgs.n. 151/2009 all'art. 12. Ovviamente l'esonero non riguarda il collegio sindacale con funzione di revisione legale dei conti. Infatti, secondo lo spirito della direttiva, occorre aver riguardo alla funzione svolta e non al *nomen iuris* e, specie alla luce del D.Lgs.n. 39/2010 di recepimento dell'VIII direttiva sulla revisione legale, la funzione di revisione è unica, sia essa svolta da una società di revisione o da un revisore singolo o dal collegio sindacale all'uopo incaricato.

Era rimasto il dubbio sugli adempimenti previsti dall'art. 51 del titolo III in tema di comunicazione di infrazioni all'uso dei contanti, in quanto l'art. 12 esonera solo dagli obblighi del titolo II; tuttavia l'analisi della norma ha permesso di concludere che anche l'art. 51 non si applica al collegio sindacale, sia per l'impossibilità oggettiva di rilevare tali infrazioni, non svolgendo la funzione di revisione contabile, sia perché il collegio sindacale non è più considerato tra i destinatari della normativa richiamati nell'*incipit*.

Peculiari sono poi i compiti degli organi di controllo dell'Organismo di Vigilanza e dei soggetti incaricati del controllo di gestione presso soggetti a loro volta destinatari della normativa (potrebbe essere una banca piuttosto che una SIM, ovvero una società che gestisce case da gioco, ovvero un'agenzia di affari in mediazioni immobiliari).Questi organi/organismi non sono destinatari della normativa, cioè non hanno l'obbligo di adeguata verifica della società in cui rivestono la carica, né obblighi di registrazione o di segnalazione; essi vigilano sull'osservanza delle norme da parte della società e quindi hanno obblighi di comunicare all'autorità di vigilanza di settore le violazioni alle disposizioni di adeguata verifica e/o di registrazione e al legale rappresentante le infrazioni all'obbligo di segnalazione di operazione sospetta, riscontrate nell'ambito delle proprie attribuzioni e competenze.

E per continuare con gli aspetti positivi, il comma 3 dell'art. 12 esplicita ora che gli obblighi di adeguata verifica e registrazione non sussistono per le attività di redazione e trasmissione delle dichiarazioni derivanti da obblighi fiscali (e non solo le dichiarazioni dei redditi) e così finalmente il MEF ha potuto confermare (20/5/2010) che i

mod. F24 sono un adempimento connesso, da non considerare operazione autonoma.

Ci sarebbe molto da dire a proposito del Decreto del Ministro della Giustizia 16 aprile 2010, contenente gli indicatori di anomalia, per agevolare i professionisti ed i revisori contabili nell'individuazione di operazioni sospette.

Il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti ed esperti contabili, unitamente al Consiglio Nazionale Forense e al Consiglio Nazionale del Notariato, nell'ottobre 2009, aveva elaborato un puntuale documento di osservazioni e di suggerimenti per alcune modifiche finalizzate a rendere gli indicatori più chiari, facilmente utilizzabili e maggiormente in sintonia con le realtà delle singole professioni.

Le richieste sono state accolte solo in minima parte.

In proposito è interessante quanto espresso più volte, in particolare dal Direttore dell'UIF nell'audizione dell'11 maggio 2010 nell'ambito dell'esame del disegno di legge recante il piano straordinario contro le mafie: "*La segnalazione di operazione sospetta mira a portare alla luce comportamenti criminosi per i quali non si dispone ancora di notitiae criminis. Quindi la segnalazione, di regola, non nasce dalla conoscenza di un reato ma rappresenta solo una deduzione supportata da obiettive circostanze di fatto e fondata sulle competenze tecniche del segnalante. La deduzione è quindi affetta da un margine di incertezza, il cui restringimento porterebbe alla perdita di informazioni che potrebbero rivelarsi utili*".

Queste osservazioni appaiono condivisibili, ma delineano la necessità di una attenzione e di un atteggiamento di diffidenza, normalmente estraneo al rapporto di fiducia che si instaura tra professionista e cliente.

Gli indici di anomalia emanati con il D.M. 16.04.2010 hanno sostituito quelli contenuti nelle disposizioni applicative UIC del 24.02.2006, che erano stati ripetutamente contestati in quanto troppo generici ed inutilmente simili a quelli previsti per gli intermediari finanziari. In realtà gli attuali indicatori di anomalia non si discostano in modo significativo dai precedenti; peccano talvolta di genericità e di indeterminatezza, accrescendo l'incertezza ed il pericolo di irrogazione di sanzioni per omissione di segnalazione. La descrizione di situazioni ipoteticamente a rischio riciclaggio porta a far coincidere gli indicatori con i criteri generali da prendere in considerazione nell'assolvimento dell'obbligo di adeguata verifica, quindi appaiono, in taluni casi, semplicemente una esplicazione dei criteri indicati all'art. 20 del D.Lgs. 231/2007.

A parere del CNDCEC gli indici dovrebbero essere caratterizzati da elementi di maggiore specificità. La stessa Relazione ministeriale al decreto correttivo 151/2009 aveva concordato sulla "*necessità di garantire che gli indicatori di anomalia siano parametrati alla specificità dei diversi destinatari della normativa*", ma ciò non si è realizzato.

Si tratta di un elenco per così dire "aperto": infatti si afferma che l'elencazione

non è esaustiva, in considerazione della continua evoluzione delle modalità di svolgimento delle operazioni di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo. Ne consegue che, recita il decreto, l'impossibilità di ricondurre operazioni o comportamenti della clientela agli indicatori elencati potrebbe non essere sufficiente ad escludere che l'operazione sia sospetta. Ai professionisti è pertanto richiesto di valutare con la massima attenzione ulteriori comportamenti e caratteristiche delle operazioni che rivelino indici di sospetto, benché non descritti negli indicatori.

La formulazione generica della disposizione introduce, di fatto, un rinvio non predeterminato nella fonte e si pone, quindi, in contrasto con i principi di determinatezza e tassatività che la materia esige.

Il rischio è di provocare due possibili conseguenze, opposte ed ugualmente dannose:

- un ricorso eccessivo alla segnalazione, in considerazione della mancanza di ulteriori strumenti investigativi di approfondimento e delle gravi sanzioni previste per l'omissione di segnalazione;
- assenza di qualsiasi segnalazione, essendo astrattamente riscontrabile un elemento anomalo in qualunque operazione.

Sicuramente gli schemi di comportamenti anomali periodicamente diffusi dall'UIF sono molto più utili, in quanto delineano anomalie soggettive od oggettive concretamente connesse sotto il profilo logico o temporale.

Un passaggio del D.M. 16.04.2010 meritevole di essere ricordato è l'indicazione dell'opportunità di avvalersi di procedure interne che prevedano una regolamentazione dell'iter valutativo seguito, *"anche per poter ricostruire a posteriori le motivazioni delle decisioni assunte"*. Si tratta di una previsione non contenuta nella normativa primaria, sicuramente consigliabile, che tuttavia richiede un carico in termine di burocratizzazione, indifferenziato per ogni struttura, anche minimale.

Il D.L.n. 78/2010 convertito in legge n. 122/2010, che ha introdotto alcune modifiche ed integrazioni al D.Lgs.n. 231/2007, contiene almeno due aspetti che richiedono una particolare attenzione:

1) La disciplina di segnalazione di operazioni sospette, a differenza delle operazioni oggetto di adeguata verifica e dei limiti alla movimentazione dei contanti, non prevede soglie minime.

In proposito, l'allegato al D.M. 16.04.2010 già puntualizzava tale circostanza, rendendo evidente che operazioni occasionali che comportino la trasmissione o la movimentazione di mezzi di pagamento inferiori a 15.000 euro, pur essendo escluse dall'obbligo di adeguata verifica per essere sottosoglia, potrebbero essere oggetto di sospetto e per questo motivo rientrare nell'obbligo di adeguata verifica (art. 16, comma 1, lettera d).

Su questo argomento interviene l'art. 36, comma 1, lettera b) del D.L.n. 78/2010,

che modifica l'articolo 41, comma 1, inserendo come elemento specifico di sospetto il ricorso frequente o ingiustificato ad operazioni in contante, anche se sotto il limite di 5.000 euro ed in particolare il prelievo o il versamento in contanti tramite intermediari finanziari di importo pari o superiore a 15.000 euro.

Sul tema la Circolare MEF prot. 297944 dell'11 ottobre 2010, ha precisato che è esclusa qualsiasi forma di oggettivazione della segnalazione di operazione sospetta, ed è sempre richiesta una valutazione complessiva fondata su una serie di elementi soggettivi ed oggettivi.

2) Un altro passaggio da evidenziare, ad oggi non operativo in quanto manca il decreto attuativo, è la previsione contenuta nell'articolo 36, comma 1, lettera a) del D.L.n. 78/2010. Si tratta di misure rafforzate di adeguata verifica, inserite all'art. 28 del D.Lgs. n.231/2007 ove si prevede che il MEF individui con proprio decreto una lista di Paesi in ragione dell'elevato rischio di riciclaggio ovvero della mancanza di un adeguato scambio di informazioni anche in materia fiscale.

I destinatari della normativa antiriciclaggio si dovranno astenere dall'instaurare un rapporto continuativo o dall' eseguire operazioni o prestazioni professionali, o vi dovranno porre fine se già in essere, quando siano parte diretta o indiretta, società fiduciarie, trust, società anonime o controllate attraverso azioni al portatore, che abbiano sede nei paesi individuati dal decreto.

È un divieto tassativo, che potrebbe avere pesanti ripercussioni sulle attività commerciali internazionali delle imprese italiane, in quanto alle imprese con sede in questi Paesi è di fatto impedito avere rapporti commerciali nel nostro Paese; pensiamo all'Islanda che ha dato attuazione alla III direttiva, ma non è considerata collaborativa in materia fiscale o alla Turchia che è sotto osservazione Gafi per carenze in materia di legislazione antiriciclaggio e che presenta una notevole diffusione di azioni al portatore.

Da evidenziare la previsione che i destinatari debbano individuare tali soggetti anche se sono parti indirette nelle relazioni d'affari, con tutte le difficoltà e limitazioni di operatività che ne potranno conseguire.

Parlando di cantiere aperto, un cenno lo meritano le Istruzioni dell'UIF sulla segnalazione di operazioni sospette, diffuse in bozza il 25 novembre 2010 e che saranno operative dal maggio 2011.

Infatti, in esecuzione di quanto previsto dall'art. 6, comma 6, lettera e-bis) e dall'art. 41, comma 1-bis) del D.Lgs. n. 231/2007, l'UIF ha effettuato una revisione del sistema di raccolta e gestione delle segnalazioni sospette.

Viene previsto che gli scambi informativi con i soggetti segnalanti siano posti in essere per via telematica attraverso la rete Internet, mediante il portale della Banca d'Italia.

La scelta operata di prevedere uno schema di segnalazione uguale per tutte le categorie di segnalanti (intermediari, professionisti ed altri operatori), pur se con un di-

verso livello di dettaglio informativo, desta qualche perplessità. Ad esempio, una unica struttura di segnalazione ha costretto all'utilizzo in modo rilevante dei termini "operazione" e "rapporto", il primo solo occasionalmente riferibile ad una prestazione professionale, il secondo specifico per gli intermediari.

Un dubbio sorge sull'origine di alcune parti delle istruzioni, specie là ove si legge (all. 2) che le segnalazioni sono riconducibili a tre categorie di sospetto: riciclaggio, finanziamento del terrorismo e finanziamento di programmi di proliferazione di armi di distruzione di massa. Quest'ultima tipologia di sospetto a cui porre attenzione è una novità inattesa.

Appare eccessiva la richiesta che la segnalazione sia corredata da un giudizio di valutazione del rischio dell'operatività segnalata, giudizio che deve essere espresso tenendo conto dei criteri dell'art. 20, vale a dire di quelli utilizzati al momento dell'adeguata verifica.

La comprensione del documento non è immediata, anche per l'utilizzo di un linguaggio particolarmente burocratese oltre che tecnico-informatico, ad esempio dove si dice che *"le operazioni sono descritte mediante un insieme di attributi che ne identificano il segno monetario, la valuta, l'importo, il luogo, la data di esecuzione e quella di richiesta"*, che *"le operazioni non sospette richiamate per l'apprezzamento delle operazioni sospette sono marcate dalla presenza di un apposito attributo nel tracciato segnaletico"* e che *"non sono ammessi soggetti che non siano referenziati in almeno un legame (con una operazione, con un rapporto o con un altro soggetto)*", e ancora che *"per le ditte individuali devono essere segnalati sia gli attributi che caratterizzano la persona non fisica (impresa) che quelli che caratterizzano la persona fisica (titolare)"*.

Inoltre, si riscontra un sapore di carattere investigativo, ad esempio dove si dice *"al fine di fornire un immediato indicatore delle dimensioni dell'operatività sospetta il segnalante dovrà sempre specificare nella segnalazione l'ammontare complessivo (sommatoria di dare e di avere) ed il numero di operazioni giudicate sospette"* ovvero nella richiesta di *"ricostruire l'intero percorso seguito dai flussi finanziari"*, vale a dire:

- per gli afflussi di fondi, devono essere fornite informazioni anche sull'utilizzo degli stessi;
- per i deflussi di fondi, devono essere fornite informazioni anche sulle modalità di formazione della provvista.

Nell'ambito dei numerosi seminari formativi che il CNDCEC e gli Ordini territoriali organizzano, si coglie da parte dei professionisti una crescente consapevolezza della necessità di farsi carico di quella "collaborazione attiva", richiesta dal D.Lgs. 231/2007, sottesa a tutta la normativa di prevenzione del riciclaggio. Ma la conoscenza e l'accettazione delle regole sarà più facile se le regole non vengono troppo burocratizzate e appesantite da indicazioni formalistiche, che rischiano di far dimenticare la sostanza della collaborazione richiesta.

L'auspicio è che le disposizioni in commento possano essere migliorate ed alleggerite prima della definitiva emanazione. E ciò anche in riferimento al principio generale contenuto nell'art. 3, comma 4 del D.Lgs.n. 231/2007, secondo il quale l'applicazione delle misure del decreto deve essere proporzionata alla peculiarità delle varie professioni e alle dimensioni dei destinatari della normativa.

In un quadro normativo non privo di incertezze, il D.Lgs. 4 marzo 2010 n. 28, con l'art. 22, in rubrica *"Obblighi di segnalazione per la prevenzione del sistema finanziario a scopo di riciclaggio e di finanziamento del terrorismo"*, inserisce la mediazione a sensi dell'art. 60 della legge 18 giugno 2009 n. 69 (ovvero la delega al Governo in materia di mediazione e di conciliazione) tra le attività indicate all'art. 10 del D.Lgs. 231/2007, insieme al commercio di oro e la fabbricazione di oggetti preziosi, al commercio di cose antiche o alle gallerie d'arte: tutte attività per le quali non si applicano gli obblighi di identificazione e registrazione, ma si applicano gli obblighi di segnalazione di operazioni sospette.

Questa norma ha suscitato non poco sconcerto. Pare infatti esservi contrasto con l'esonero dall'obbligo di segnalazione delle operazioni sospette previsto al comma 2 dell'art. 12 del D.Lgs. n.231/2007 per le informazioni ricevute dal professionista nel corso dell'esame della posizione giuridica del cliente o nell'espletamento dei compiti di difesa o di rappresentanza in un procedimento giudiziario, per tutte le informazioni ricevute prima, durante o dopo il procedimento stesso.Non solo: la previsione appare anche in contrasto con il disposto dell'art. 10 dello stesso D.Lgs. 28/2010, là dove si prevede che al mediatore si applichino le disposizioni dell'art. 200 del c.p.p. (segreto professionale).

Per contro il MEF, in una risposta al CNDCEC del 12 giugno 2008, aveva precisato che l'esimente dell'art. 12 è applicabile anche alle ipotesi di giudizi arbitrali o di risoluzione delle controversie innanzi ad organismi di conciliazione, prevista dall'art. 10, comma 2 del D.M. 141/2006.

Dicevo all'inizio che il cantiere della normativa antiriciclaggio non è chiuso.

Non sono ancora state emanate le disposizioni applicative delle modalità di registrazione[1] per i professionisti, che devono essere adottate dal Ministero della Giustizia (art. 38, comma 7, D.Lgs. n. 231/2007). Pertanto,visto quanto previsto dalla nota Min.Ec.n.125367 del 19.12.2007, sono tuttora in vigore le modalità di registrazione contenute nel D.M. 03.02.2006 e nel provvedimento UIF 24.02.2006 n. 141.

Ne consegue, a parere del CNDCEC, che attualmente il professionista, con

[1] La registrazione peraltro non è richiesta dall'art. 30 della direttiva, che prevede unicamente la conservazione dei documenti. Mi risulta che l'Italia e la Polonia siano gli unici Stati Membri in cui è richiesta la registrazione dell'operazione.

riferimento al titolare effettivo, è tenuto unicamente ad identificarlo ed a verificarne l'identità: tali informazioni devono essere conservate nel fascicolo di studio, ma non ne è richiesta la registrazione. In senso conforme si è espresso il MEF nel corso della teleconferenza di Italia Oggi del 20.05.2010.

Nel frattempo sono iniziate le verifiche ispettive da parte del Nucleo Speciale di Polizia Valutaria della Guardia di Finanza e, per delega, da parte del Nucleo di Polizia Tributaria, al fine del riscontro della corretta e puntuale osservanza degli obblighi e dei divieti contenuti nel D.Lgs. n. 231/2007 da parte dei professionisti.

Nel corso delle verifiche vengono esaminate le lettere d'incarico, i registri, le parcelle oltre alla documentazione delle prestazioni svolte, sono state contestate infrazioni agli obblighi di identificazione e di registrazione, ad esempio, per la mancata registrazione di modifiche della denominazione sociale di una società cliente o per il mancato aggiornamento dei dati anagrafici e sono state irrogate sanzioni anche penali.

Le incertezze più gravi per i professionisti riguardano gli obblighi di segnalazione di operazioni sospette in caso di reati fiscali.

Oltre al proseguire del dibattito sulla tesi che la "provenienza" da reato non si verifichi nel caso di mero risparmio d'imposta, è questione spinosa l'accertamento del momento di consumazione del reato e quindi del momento in cui scatta la provenienza illecita dei fondi. In caso di movimentazioni finanziarie correlate a comportamenti prodromici, che non hanno ancora formato oggetto di dichiarazioni fraudolente o infedeli, l'obbligo di segnalazione dovrebbe infatti scattare soltanto al momento consumativo del reato.

Ad esempio, il reato di omesso versamento di IVA si consuma a dicembre dell'anno successivo a quello di riferimento (termine per il versamento dell'acconto). In questo momento, se una somma di pari entità dell'IVA non versata, il cui debito appare in bilancio, è stata utilizzata per pagare i dipendenti, si dovrà sostenere che vi sia riciclaggio, ovvero volontà di occultamento, vale a dire che il comportamento rientri nelle fattispecie di cui all'art. 2 del D.Lgs. n. 231/2007? A nostro parere, non tutti i reati fiscali idonei a costituire "reato presupposto" possono determinare una segnalazione di operazione sospetta, essendo necessario che sul provento ottenuto dall'illecito fiscale sia compiuta, tentata, o sia in corso, un'operazione tesa a camuffare la provenienza illecita del provento, circostanza che non pare realizzarsi nella fattispecie esemplificata.

In considerazione del diverso e più ampio concetto di riciclaggio preso a riferimento dalla normativa di prevenzione, rispetto a quello individuato dal codice penale, e tenuto conto che tale concetto è rilevante anche per l'individuazione delle operazioni sospette, è stata da più parti segnalata l'opportunità che il perimetro dei reati fiscali presupposto di riciclaggio ai fini della normativa di prevenzione, sia circoscritto alle violazioni tributarie effettivamente riconducibili ai delitti più gravi.

È necessario richiamare, come fatto più volte, la necessità di armonizzare a livello comunitario la normativa di prevenzione al riciclaggio, tenendo presente che i presupposti per il reato fiscale sono ben diversi in Italia rispetto agli altri Paesi dell'Unione Europea. E questa necessità di armonizzare le figure di reato fiscale, ai soli fini della normativa di prevenzione del riciclaggio, è ancor più urgente se si considera che il Gafi, in un documento posto in consultazione lo scorso ottobre, indica la possibilità di considerare i reati fiscali quali reato presupposto del riciclaggio.

Infine, non si può dimenticare quella che continua ad essere una delle maggiori preoccupazioni del professionisti.

L'art. 45 detta una serie di disposizioni per assicurare la massima riservatezza dell'identità delle persone che effettuano la segnalazione, ma la richiesta di una maggior tutela dell'anonimato del segnalante nello scambio di informazioni tra le autorità amministrative e quelle di polizia giudiziaria, formulata in sede di predisposizione del decreto correttivo, non è stata accolta[2].

È di tutta evidenza come sia più facile tutelare l'anonimato di un segnalante funzionario di un intermediario finanziario, rispetto al titolare di un piccolo studio professionale, che trasmette in proprio ed è molto più facilmente individuabile da parte del cliente segnalato.Da un lato vi è la possibilità che l'identità del segnalante venga a conoscenza del cliente, quando i dati oggetto della segnalazione siano eventualmente utilizzati per un accertamento fiscale, a seguito dell'appunto informativo indirizzato al Comando della G.d.F. dal N.S.P.V. che svolge gli approfondimenti investigativi sull'operazione oggetto di segnalazione.

Quanto può essere ancor più dirompente è il disposto del comma 7 dell'art. 45 del D.Lgs. n. 231/2007, ove si prevede che l'identità del segnalante possa essere rivelata quando l'autorità giudiziaria (anche un Pubblico Ministero) con decreto motivato (a sua discrezione) lo ritenga indispensabile ai fini dell'accertamento di reati per i quali si procede (di qualsiasi natura). È facile immaginare quali problemi potrebbero derivare al professionista da una segnalazione a carico di un criminale.

I professionisti intendono collaborare con spirito etico, senza dover rischiare di diventare degli eroi.

[2] La maggior parte degli Stati Membri dell'Unione Europea ha assunto misure di protezione nello spirito dell'art. 27 della Direttiva (ad esempio in Francia e in Olanda la segnalazione di operazione sospetta non può far parte del fascicolo in caso di prosecuzione delle indagini).

SEGNALAZIONI DI DIRITTO COMMERCIALE

INDICAZIONI INTERPRETATIVE E APPLICATIVE

CNDCEC

Norme di comportamento del collegio sindacale – Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili ha approvato, in data 16 marzo 2011, le Norme di comportamento del collegio sindacale n. 9, 10 ed 11, sottoponendole a pubblica consultazione sino al 31 maggio 2011, in vista dell'approvazione del testo definitivo. Le Norme di comportamento in esame concernono l'attività del collegio sindacale "*in caso di omissione degli amministratori*", "*nelle operazioni sociali straordinarie e nelle altre operazioni rilevanti*" e "*nella crisi di impresa*".
Il testo provvisorio sarà disponibile sul sito ufficiale del CNDCEC, *www.commercialisti.it.*

Cessione quote - Il Ministero dell'Economia, in risposta ad una interrogazione parlamentare nella quale si faceva presente l'esistenza di una direttiva del conservatore del Registro delle imprese di Vicenza all'Ordine dei dottori commercialisti e degli esperti contabili di Vicenza nella quale si invitava a non trasmettere al Registro delle Imprese atti sprovvisti dell'autentica notarile, ha precisato che spetta non solo ai notai ma anche ai dottori commercialisti la competenza relativa al deposito in registro imprese degli atti di trasferimento delle quote di piccole società.
Il testo della direttiva del Conservatore del Registro delle Imprese di Vicenza è reperibile sul sito *http://www.vi.camcom.it/a_ITA_1794_1.html*; il testo delle precisazioni del sottosegretario del Ministero dell'Economia saranno reperibile sul sito *http://www.camera.it*.

GIURISPRUDENZA

Cancellazione dal Registro delle Imprese – Il Tribunale di Padova ha disposto la cancellazione dell'iscrizione della cancellazione dal Registro delle Imprese di una società a responsabilità limitata in liquidazione, mancando i requisiti per l'iscrizione della cancellazione ai sensi dell'art. 2191 c.c.. Nel caso di specie, non vi sarebbe stato l'effettivo compimento della liquidazione, presupposto per procedere alla cancellazione

ex art. 2495, comma I, in quanto la società risultava proprietaria di beni immobili al momento dell'iscrizione della cancellazione. Il Giudice del Registro ha precisato come tale conclusione non sia in contrasto con quanto sancito dalla Corte di Cassazione, sentenza 22 febbraio 2010, n. 4062, in relazione alla nuova formulazione dell'art. 2495 c.c., poiché "*nell'affermare che l'iscrizione nel Registro delle Imprese della cancellazione della società comporti l'estinzione della società stessa*" non si preclude "*l'applicabilità dell'art. 2191 c.c. per i casi in cui, come quello in esame, la cancellazione sia avvenuta in mancanza dei necessari presupposti*".
Il testo integrale della sentenza del Tribunale di Padova, 2 marzo 2011, è reperibile sul sito *www.ilcaso.it*.

Abuso del diritto ed operazioni di *sale and lease back* – La Corte di Cassazione ha stabilito che l'operazione commerciale di *sale and lease back*, ancorché non espressamente prevista dall'art. 37 *bis* del D.P.R. 29 settembre 1973, n. 600, possa configurare un'ipotesi di abuso del diritto qualora l'unica finalità con essa perseguita sia il "*mero risparmio fiscale*". Al fine di integrare la fattispecie in parola, la Corte ha sostenuto come non sia necessario farsi "*luogo all'accertamento della simulazione o del carattere fraudolento dell'operazione, trattandosi di valutare quest'ultima nella sua essenza*".
Il testo della sentenza della Corte di Cassazione, 9 marzo 2011, n. 5583, è reperibile sul sito *www.eutekne.it*.

SEGNALAZIONI DI DIRITTO TRIBUTARIO

NORMATIVA

Pubblicate le quotazioni delle valute estere per il mese di gennaio 2011 - Sul sito Internet dell'Agenzia delle entrate è stato pubblicato, in data 14.02.11, Il Provvedimento recante - ai sensi dell'art. 10, comma 9, del Tuir e agli effetti degli articoli dei Titoli I e II, dello stesso Tuir, che vi fanno riferimento - l'accertamento del cambio delle valute estere per il mese di gennaio 2011.
(Agenzia delle entrate, Provvedimento dell'11 feb. 2011, prot. 2011/25391)

Pubblicato il Decreto sulle compensazioni - Sulla G.U. è stato pubblicato il Decreto che disciplina le modalità di compensazione delle somme iscritte a ruolo per imposte erariali e oneri accessori mediante i crediti relativi alle stesse imposte.
Lo stesso, prevede tra l'altro:

- che il pagamento, anche parziale, delle somme iscritte a ruolo per imposte erariali può essere effettuato mediante compensazione secondo il sistema del versamento unificato;
- che possono essere oggetto di compensazione anche l'Irap e le addizionali delle imposte dirette;
- che il pagamento in compensazione è ammesso anche per gli oneri accessori relativi alle imposte dirette, compresi gli aggi spettanti all'agente della riscossione e le spese da lui sostenute, nonché per le imposte erariali scaturenti da accertamenti esecutivi da riscuotere mediante l'agente stesso (art. 29, dl n. 78/2010);
- che i pagamenti in compensazione devono avvenire tramite mod. F24 (utilizzando il codice tributo istituito con la successiva ris. n. 18 del 21.02.11), indicandovi la provincia di competenza dell'agente della riscossione che ha in carico il debito da compensare;
- che in caso di compensazione parziale il contribuente deve comunicare preventivamente all'agente della riscossione le posizioni debitorie d'imputazione. In assenza di tale comunicazione è l'agente che vi provvede direttamente;
- che in caso di pagamenti superiori alle somme dovute, il rimborso dell'eccedenza verrà effettuato dall'agente della riscossione

Il Decreto è entrato in vigore il 19.02.11.

(Decreto del 10 feb. 2011, in G.U. n. 40 del 18 feb. 2011)

SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

IAS/IFRS - Sulla G.U. n. 47/2011 è stata pubblicata la legge di conversione del Decreto legge, cosiddetto "Mille proroghe", nella stessa, tra l'altro:

1) si dispone l'applicazione nella redazione dei bilanci di esercizio dei principi contabili internazionali denominati Ias/Ifrs, omologati dalla Ue dopo il 31 dic. 2010;
2) si prevede l'emanazione:

- di decreti atti ad armonizzare e/o coordinare le nuove norme a quelle del Testo Unico e del codice civile;
- di un provvedimento per la determinazione della base imponibile Ires e Irap.

Al riguardo l'Agenzia delle entrate ha già emanato una corposa circolare, la n. 7/2011, riportata in appresso sub. "Prassi"
(Legge n. 10 del 26 feb. 2011)

Fondi comuni italiani - Sulla G.U. n. 47/2011 è stata pubblicata la legge di conversione del Decreto legge, cosiddetto "Mille proroghe". Con la stessa, tra l'altro, si è proceduto all'abrogazione del previgente regime di tassazione diretta in capo al fondo sul risultato della gestione maturata, e a disporre che il prelievo dell'imposta avvenga direttamente in capo all'investitore.
Conseguentemente dalla prevista data del 1° lug. 2011:

1) la tassazione sarà commisurata al risultato della gestione maturato in capo al soggetto percipiente, al momento del riscatto, della liquidazione ovvero della cessione delle quote;
2) il fondo non sarà più soggetto all'imposta sostitutiva del 12,5% sul risultato maturato di gestione, ma saranno gli investitori, al momento del riscatto a subire l'applicazione di una ritenuta del 12,5% sui proventi percepiti come redditi di capitali.

La norma prevede altresì:

1) che il prelievo sarà da rapportarsi all'incremento di valore risultante dai prospetti periodici, verificatosi nell'arco temporale tra la data dell'operazione e quella in cui la quota è stata sottoscritta o acquistata;
2) l'esclusione della ritenuta, da effettuarsi a titolo di acconto nei confronti di soggetti esercenti un'impresa commerciale ovvero a titolo d'imposta negli altri casi, nei confronti di fondi immobiliari, fondipensione, gestioni patrimoniali individuali, fondi comuni mobiliari italiani ed esteri e soggetti che, pur essendo residenti in stati *white list*, non consentono un adeguato scambio di informazioni.
3) uno regime transitorio volto a disciplinare il passaggio dalla vecchia alla nuova normativa.

(Legge n. 10 del 26 feb. 2011)

SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

L'autorizzazione per gli appalti black-list - Sulla G.U. è stato pubblicato il decreto dettante le disposizioni concernenti i criteri per il rilascio dell'autorizzazione prevista dall'articolo 37 del decreto-legge 31 maggio 2010, n. 78, convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122, secondo il quale gli operatori economici residenti o domiciliati in Paesi black-list possono partecipare alle procedure d'aggiudicazione dei contratti pubblici relativi a lavori, servizi e forniture solo dopo esservi stati autorizzati dal Ministero dell'economia e delle finanze.
Decreto del 14 dic. 2010, in G.U. n. 46 del 25 feb. 2011

PRASSI

Chiarimenti sulle novità fiscali portate dal dl n. 78/10 - L'Agenzia delle entrate ha fornito i primi chiarimenti in ordine alle disposizioni di carattere fiscale contenute nel decreto legge 31 maggio 2010, n. 78 convertito, con modificazioni, dalla legge 30 luglio 2010, n. 122.
La relativa circolare si articola come segue:
1. Interventi in materia previdenziale (articolo 12, comma 10)
2. Partecipazione dei comuni all'attività di accertamento tributario e contributivo (articolo18)
3. Aggiornamento del catasto (articolo 19)
4. Comunicazioni telematiche alla Agenzia delle Entrate (articolo 21)
5. Aggiornamento dell'accertamento sintetico (articolo 22)
6. Contrasto al fenomeno delle imprese "apri e chiudi" e Contrasto al fenomeno delle imprese in perdita "sistemica" (articoli 23 e 24)
7. Contrasto di interessi (articolo 25)
8. Adeguamento alle direttive OCSE in materia di documentazione dei prezzi di trasferimento (articolo 26)
9. Adeguamento alla normativa europea in materia di operazioni intracomunitarie ai fini del contrasto delle frodi (articolo 27)
10. Incrocio tra le basi dati dell'INPS e dell'Agenzia delle entrate per contrastare la microevasione diffusa (articolo 28)
11. Concentrazione della riscossione nell'accertamento (articolo 29)
12. Preclusione alla autocompensazione in presenza di debito su ruoli definitivi (articolo 31)
13. Stock options ed emolumenti variabili a dirigenti e collaboratori del settore finanziario (articolo 33)
13.1 Ambito di applicazione dell'aliquota addizionale: individuazione del Settore finanziario
13.2 Dipendenti e collaboratori soggetti a prelievo
13.3 Retribuzione imponibile
13.4 Modalità applicative dell'addizionale

13.5 Decorrenza
14. Obbligo per i non residenti di indicazione del codice fiscale per l'apertura di rapporti con operatori finanziari (Articolo 34)
15. Razionalizzazione dell'accertamento nei confronti dei soggetti che aderiscono al consolidato nazionale (Articolo 35)
16. Disposizioni antifrode (Articolo 36)
17. Disposizioni antiriciclaggio (articolo 37)
18. Altre disposizioni in materia tributaria (Articolo 38)
19. Regime fiscale di attrazione europea (Articolo 41)
20. Reti di imprese (Articolo 42)
20.1 Elementi principali del contratto di rete
20.2 Agevolazione fiscale per utili accantonati e investiti
20.3 Disposizioni di attuazione e controlli
21. Agevolazioni per il rientro in Italia di ricercatori e docenti (articolo 44)
22. Disposizioni in materia di procedure concorsuali (Articolo 48
23. Disposizione in materia di contenzioso tributario (Articolo 48-ter)
24. Garanzia per il versamento di somme dovute per effetto di accertamento con adesione (Articolo 52-bis)
25. Disposizioni finanziarie (Articolo 55)
(Agenzia delle entrate, circ. n. 4 del 15 feb. 2011)

IAS/IFRS, le regole per la determinazione del reddito - L'Agenzia delle entrate ha emanato una corposa circolare - avente per oggetto "Le regole di determinazione del reddito dei soggetti tenuti all'adozione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS – Parte Generale – Decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38, legge 24 dicembre 2007, n. 244 e Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 1° aprile 2009, n. 48 – illustrandola come segue dall'Agenzia con un apposito comunicato stampa:
"Dal Fisco arriva una bussola per i contribuenti Ias, con tanto di *step* da seguire ed esempi utili a orientarsi nel mondo dei principi contabili internazionali. Con la circolare 7/E pubblicata oggi, l'Agenzia detta alle imprese soggette agli Ias le istruzioni per determinare il reddito imponibile ai fini Ires. In prima battuta, le Entrate si soffermano sull'impatto del Dlgs 38/2005, provvedimento che nel periodo tra il 2005 e il 2007 ha orientato il sistema tributario verso una tendenziale neutralità di trattamento fra chi adotta gli Ias e chi invece non lo fa, con la conseguente necessità di gestire un doppio binario fra i valori di bilancio e quelli fiscali.
In secondo luogo, la circolare rimanda alla Finanziaria 2008 e al decreto Mef del 48/2009 che, a partire dal 2008, hanno rafforzato il principio per cui il reddito imponibile deriva dal risultato di bilancio, dando rilievo a qualificazioni, classificazioni e imputazioni temporali Ias *compliant*. Queste misure hanno così consentito di superare

gran parte delle difficoltà legate alla gestione del doppio binario fra valori civili e fiscali.
La fiscalità degli Ias, prima … - Esaminando i comportamenti ante 2008 tenuti dagli Ias adopter nella determinazione dell'Ires, l'Agenzia ha tenuto conto delle incertezze interpretative che hanno caratterizzato l'applicazione del regime fiscale in vigenza del decreto legislativo n. 38 del 2005. Risultato: anche nei casi in cui non c'è stata una corretta valutazione - come ad esempio quando le società hanno dato rilievo fiscale ai costi sulla base della rappresentazione formale del fatto di gestione e prescindendo da quella contabile - niente sanzioni e attenta valutazione dell'opportunità di elevare eventuali rilievi nell'ottica di assicurare la proficuità dell'azione di accertamento.
… e dopo la Finanziaria 2008 - La circolare prende atto che, a partire dal 2008, è stato rafforzato il principio per cui il reddito imponibile deriva dal risultato di bilancio. A partire dai bilanci di quell'anno, quindi, le cose sono cambiate con l'entrata in campo della cosiddetta "derivazione rafforzata": niente più doppio binario fra valori civili e fiscali, ma riconoscimento ai criteri di qualificazione, imputazione temporale e classificazione, previsti dagli Ias/Ifrs."
(Agenzia delle entrate, circ. n. 7 del 28 feb. 2011)

Rimborsi Iva per i contribuenti "virtuosi" - L'Agenzia delle entrate ha precisato, tra l'altro, che possono tener conto dei contributi Inps, versati anche in compensazione con F24, i contribuenti virtuosi che devono calcolare il rimborso di eccedenza Iva da richiedere senza bisogno di garanzie; ciò in quanto questi versamenti concorrono al calcolo della media di quelli effettuati nel biennio precedente.
La circolare è stata così illustrata con un comunicato stampa, dall'Agenzia stessa:
" Ecco il tetto e cosa c'è sotto - Il documento di prassi ricorda che il quantum dei rimborsi erogabili senza dover prestare garanzie non deve superare il 100 per cento della media dei versamenti tributari finiti nel conto fiscale nei due anni precedenti la richiesta e questo valore deve essere considerato al netto delle somme restituite nello stesso periodo senza aver fornito garanzie. Non solo. Godono dell'esonero da garanzie anche i rimborsi infrannuali. Sul versante di cosa considerare nel conto delle somme che concorrono a raggiungere questa soglia, la circolare richiama una passata risoluzione del 2001, in cui si precisava che pesano anche i versamenti contributivi affluiti nel conto fiscale nel biennio precedente, compresi quelli eseguiti per compensazione. Rispetto al passato l'Agenzia fa un ulteriore passo, spiegando che, ad oggi, lo strumento del conto fiscale trova il suo completamento nella disciplina del versamento unitario, tramite modello F24. Questo tipo di versamenti, infatti, rappresentano i più significativi della vita delle aziende e sono utili a individuare quelle affidabili agli occhi del Fisco. Per questo, hanno un peso per arrivare al tetto anche i contributi Inps versasti con F24, anche compensati con crediti tributari e non.
I paletti per gli "esonerati" dal garantire - Non sono tenuti a fornire garanzie coloro che hanno diritto a un rimborso non sopra ai 5164,57 euro. Questo limite va riferito

all'intero periodo d'imposta e non alla singola richiesta di rimborso. Ne deriva che non si può godere dell'esonero dal prestare garanzia se le richieste di rimborso Iva presentate, annuali e infrannuali, superano la soglia così raggiunta."
(Agenzia delle entrate, circ. n. 10 del 4 marzo 2011)

Accelerazione della riscossione delle somme dovute per accertamenti - Il Consiglio Nazionale dei dottori commercialisti ed esperti contabili ha preso in esame, con una propria circolare, la concentrazione della riscossione sull'accertamento ai fini delle imposte sui redditi e dell'Iva, di cui all'art. 29, c. 1, del dl n. 78 del 31.05.2000 (accelerazione della riscossione delle maggiori somme accertate), trattando in particolare:

- dell'ambito di applicazione della nuova disciplina;
- del versamento delle somme risultanti dall'avviso di accertamento;
- dell'efficacia esecutiva dell'avviso di accertamento;
- della sospensione dell'esecuzione dell'atto;
- della dilazione di pagamento;
- dell'omessa o irrituale notifica dell'avviso di accertamento.

(CNDCEC, circ. n. 22 del 7 marzo 2011)

I dividendi distribuiti tramite assegnazione di azioni proprie costituiscono aumento di capitale - L'Agenzia delle entrate ha precisato che il pagamento di dividendi tramite assegnazione proprie per il fisco equivale - in quanto si tratta di un'operazione che riduce il valore unitario di carico delle azioni possedute dal socio, pur rimanendo immutato il valore fiscale complessivo della partecipazione - a un aumento gratuito di capitale sociale; ciò indipendentemente dal regime contabile adottato dalla società che procede all'assegnazione ai soci, nonostante la divergenza di impostazioni previste dai principi contabili internazionali, rispetto a quelli nazionali, per la rappresentazione di siffatte operazioni.
(Agenzia delle entrate, ris. n. 26 del 7 marzo 2011)

GIURISPRUDENZA

Iva di gruppo, per la compensazione dell'Iva la garanzia non sempre serve - La Corte di Cassazione ha statuito che non è necessaria la prestazione di garanzia in caso di compensazione dell'Iva infragruppo se il credito d'imposta della società è divenuto incontestabile; ciò in quanto la funzione di garanzia viene meno se accertato che non sussiste l'infedeltà della dichiarazione fiscale e non ha alcuna giustificazione giuridica una volta individuati con esattezza debiti e crediti, perché manca il rischio per l'erario.
(Cassazione, sentenza n. 21515 del 20 ott. 2010)

SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

Se la Consob interviene sul bilancio la dichiarazione è emendabile - La Corte di Cassazione ha sancito la emendabilità della dichiarazione dei redditi di una Spa, sulla base di una nuova approvazione del bilancio conseguente all'intervento della Consob; ciò in quanto, a prescindere dal caso specifico, la dichiarazione dei redditi non ha natura di atto negoziale e dispositivo, ma reca una mera esternazione di scienza e di giudizio, modificabile in ragione dell'acquisizione di nuovi elementi di conoscenza e di valutazione sui dati riferiti.
(Cassazione, sentenza n. 4776 del 28 feb. 2011)

E' invalida la notifica al portiere dello stabile ove ha sede la società - La Corte di Cassazione ha sancito l'invalidità delle notifiche, di accertamenti fiscali o di cartelle esattoriali, consegnate al portiere dello stabile in cui la società destinataria degli atti ha sede; ciò in quanto, a norma del combinato disposto degli articoli 139 e 145 c.p.c., la notifica alla persona giuridica non può essere effettuata, in mancanza delle persone menzionate da quest'ultimo articolo, in mani del portiere dello stabile, e l'art. 139 citato opera solo per l'eventualità che l'atto da notificare faccia menzione della persona fisica che rappresenta la società.
(Cassazione, sentenza n. 4962 del 28 feb. 2011)

INFORMAZIONE CONVEGNI

Le soluzioni concordate delle crisi d'impresa

8/9 aprile 2011
Torino, Sala Congressi Intesa Sanpaolo Via Santa teresa, n. 1/G
La partecipazione è gratuita, previa iscrizione all'indirizzo indicato nella *brochure*.

L'evoluzione del sistema dei controlli in Italia

23 marzo 2011, ore 14.30 ss.
Roma, Aula Magna Mario Arcelli - Università LUISS Guido Carli, Viale Pola n. 12
Programma

Corporate Governance *e sistema dei controlli nella s.p.a*

14 e 15 aprile 2011, in Firenze, presso il Palazzo Incontri, Via dei Pucci, n. 1
Programma

Offerta riservata agli abbonati di NDS

Speciale offerta di Abbonamento a La Valutazione delle Aziende

- ACQUISIZIONI
- FUSIONI
- CESSIONI
- SCISSIONI
- SCORPORI
- QUOTAZIONE DI MERCATO
- VALORI INTRINSECI

Un anno di abbonamento a € 179,00 anziché € ~~206,58~~

Una grande firma per una grande rivista

La misura del valore delle aziende rappresenta oggi un tema di rilievo non solo per alcune operazioni finanziarie, ma più in generale per l'orientamento delle strategie e delle scelte di gestione. La rivista si rivolge a tutti colorro che, nel nostro paese, sono interessati a vario titolo a problemi di valutazione delle aziende, il team di esperti coordinati da **Luigi Guatri**, fanno de **La Valutazione delle Aziende** un prezioso strumento di aggiornamento professionale e scientifico.

IL COSTO DELL'ABBONAMENTO È INTERAMENTE DEDUCIBILE NELLA DENUNCIA DEI REDDITI DI PROFESSIONISTI E AZIENDE, A NORMA D DEGLI ARTICOLI 54 E 56 DEL TUIR

TRAMITE POSTA
Inviando questo coupon a Milano Finanza Service S.r.l., via Marco Burigozzo, 5 20122 Milano

TRAMITE FAX
Inviando il coupon al fax verde **800/822196**

TRAMITE E-MAIL
Inviando la mail di richiesta a: servizioclienti@class.it

Sì, desidero sottoscrivere l'abbonamento annuale (4 numeri) a "La Valutazione delle Aziende" al prezzo speciale di € 179,00 anziché € ~~206,58~~.

Cognome

Nome

Azienda

Indirizzo N.

Cap Città Prov.

Telefono

E-mail

SCELGO DI PAGARE CON:

❑ **Versamento con Bollettino** che mi invierete

❑ **Bonifico Bancario** intestato a: Banca Popolare di Bergamo/ Credito Varesino Corso Italia, 22 - Milano
IBAN IT 41D2801601000000030296

❑ **Addebito sulla mia Carta di Credito**
❑ CartaSi/Visa ❑ Diners ❑ CartaSi/Visa/Eurocard/MasterCard
❑ American Express ❑ BankAmericard

N°

Scad.

I1000169

Data Firma

Informativa ex art. 13 d.lgs 196/03. I dati personali che la riguardano verranno trattati per dare esecuzione all'abbonamento a La Valutazione delle Aziende da Lei richiesto e, in caso di suo consenso, per finalità di marketing di prodotti/servizi di Milano Finanza Service S.r.l. e/o di società collegate e/o controllate e/o controllanti e/o di terzi. Ciascuna società, in caso di Suo consenso, acquisterà la veste di autonomo Titolare del Trattamento. Il conferimento dei dati è necessario per dare seguito all'abbonamento. Lei potrà esercitare in ogni momento i diritti di cui all'art. 7 d.lgs 196/03 rivolgendosi a Milano Finanza Service S.r.l. I dati non verranno diffusi e verranno trattati nell'ambito dell'organizzazione del Titolare da soggetti qualificati come incaricati. Titolare del trattamento è Milano Finanza Service S.r.l. - Via Burigozzo, 5 Milano. Un elenco completo degli eventuali soggetti terzi che collaborano con il Titolare in qualità di responsabili è a disposizione su richiesta presso la sede del Titolare.

Consento all'attività di marketing inerente ai prodotti/servizi del Titolare e/o di società collegate e/o controllanti e/o controllate. SI ❑ NO ❑
Consento all'attività di marketing di prodotti/servizi di terzi. SI ❑ NO ❑

NORMATIVA, GIURISPRUDENZA, DOTTRINA E PRASSI

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

ItaliaOggi

ItaliaOggi Editori - Erinne srl – Via Marco Burigozzo 5 – 20122 Milano
Telefono 02/58219.1 – Telefax 02/58317598 – email: mlongoni@class.it
Direttore responsabile ed editore Paolo Panerai (02/58219209)

Tariffe abbonamenti: euro 120,00 (abbonamento annuale 24 numeri)
Per la sottoscrizione di nuovi abbonamenti telefonare al numero verde 800-822195 oppure inviare un fax al numero verde 800-822196 allegando, oltre alla richiesta di abbonamento con i propri dati anagrafici, fotocopia dell'assegno non trasferibile intestato a: ItaliaOggi Editori - Erinne srl – via Marco Burigozzo 5 - 20122 Milano, oppure fotocopia del bonifico bancario intestato a Banca Popolare di Milano, agenzia 500, via Mazzini 9/11 Milano – IBAN IT58N0558401700000000047380

Distribuzione: ItaliaOggi Editori - Erinne srl – via Marco Burigozzo 5 – 20122 Milano, numero verde 800-822195.
Vendita esclusiva per abbonamento.
Servizio Abbonamenti: per informazioni e/o segnalazioni comporre il numero verde 800-822195 oppure inviare un fax al numero verde 800-822196.
Concessionaria esclusiva per la pubblicità: Class Pubblicità, via Marco Burigozzo 8 – 20122 Milano Tel. 02/58219500-23 – Fax: 02/58219560 - Presidente: Paolo Panerai - Amministratore delegato: Domenico Ioppolo - Vice Direttore generale (finanza e legale) : Francesco Rossi.

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ
Registrazione al Tribunale di Milano n. 618 del 8-11-2002 – Direttore Responsabile: Paolo Panerai

© Tutti i diritti sui dati, le informazioni, i materiali contenuti nella rivista sono riservati a ItaliaOggi Editori - Erinne srl; è vietato pertanto, in via meramente esemplificativa e comunque non esaustiva, copiare, vendere, rivendere e comunque sfruttare a fini commerciali il contenuto della rivista, o di una sua qualunque parte, senza il consenso scritto di ItaliaOggi Editori - Erinne srl.