

Anno 9 – Numero 4

23 febbraio 2011

NORMATIVA, GIURISPRUDENZA, DOTTRINA E PRASSI

# IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ

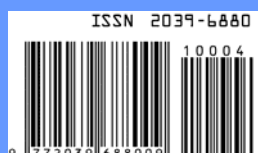
DIRETTA DA ORESTE CAGNASSO E MAURIZIO IRRERA

COORDINATA DA GILBERTO GELOSA

## In questo numero:

- Bilancio d'esercizio: norme funzionalmente orientate
- Fusione di società
- Concordato preventivo: test di convenienza

**ItaliaOggi**



**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:



**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 Graidì, Alessandro Monteverde, Enrico Rossi, Cristina Saracino, Marina Spiotta, Maria Venturini

**HANNO COLLABORATO A QUESTO NUMERO**

Marco Casavecchia, Franco Cornacchia, Valerio Sangiovanni, Roberto Secondo

*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

	<i>Pag.</i>
<b>RELAZIONI A CONVEGNI</b>	
<i>Obblighi funzionalmente orientati e principi generali in tema di bilancio di esercizio</i> di <b>Oreste Cagnasso</b>	9
<i>Fusione di società e opposizione dei creditori</i> di <b>Valerio Sangiovanni</b>	22
<b>STUDI E OPINIONI</b>	
<i>La direttiva record date in chiave comparatistica (1): la prospettiva tedesca</i> di <b>Roberto Secondo</b>	41
<b>PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA</b>	
<i>Regolamento in materia di servizi pubblici locali</i> di <b>Marco Casavecchia</b>	90
<b>PROBLEMI DELLA PRASSI</b>	
<i>Concordato preventivo – la soddisfazione non integrale dei creditori assistiti da privilegi – test di convenienza e criteri di valutazione dei beni</i> di <b>Franco Cornacchia</b>	102
<b>SEGNALAZIONI DI DIRITTO COMMERCIALE</b>	109
<b>SEGNALAZIONI DI DIRITTO TRIBUTARIO</b>	112

# SOMMARIO

## STUDI E OPINIONI

### **Obblighi funzionalmente orientati e principi generali in tema di bilancio di esercizio**

*Viene individuata la categoria delle regole funzionalmente orientate, caratterizzata dalla circostanza che le condotte imposte o vietate sono individuate in funzione del risultato da perseguire o da evitare. Tale categoria è utilizzata per ricostruire la portata dei principi generali in tema di bilancio d'esercizio.*

di **Oreste Cagnasso**

### **Fusione di società e opposizione dei creditori**

*L'Autore affronta il tema della fusione tra società, soffermandosi in particolare sull'istituto dell'opposizione dei creditori.*

di **Valerio Sangiovanni**

## STUDI E OPINIONI

### **La direttiva record date in chiave comparatistica (1): la prospettiva tedesca**

*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**

# SOMMARIO

## **PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA**

### **Regolamento in materia di servizi pubblici locali**

L'autore rileva come, con la pubblicazione del regolamento di cui al DPR 168/2010, la riforma sui servizi pubblici sia pervenuta ad una relativa completezza. Fa rilevare però come si sia ancora lontani da una vera e propria liberalizzazione che, invece, era da più parti auspicata

di **Marco Casavecchia**

## **PROBLEMI DELLA PRASSI**

### **Concordato preventivo – la soddisfazione non integrale dei creditori assistiti da privilegi – test di convenienza e criteri di valutazione dei beni**

*La Legge Fallimentare, come riformata, ha introdotto il principio per cui nel Concordato Preventivo è consentito soddisfare in percentuale, e non integralmente, i creditori privilegiati in misura comunque non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione e senza alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione.*

*L'applicazione del principio esige l'effettuazione di un test sulla convenienza della proposta concordataria per i creditori privilegiati falcidiati.*

di **Franco Cornacchia**

# INDEX-ABSTRACT

	<i>Page</i>
<b>CONFERENCE REPORTS</b>	
<b>Functionally oriented obligations and general principles concerning financial statements</b>	9
<i>The Author delimits the rules-oriented category, characterized by the fact that the prohibited or imposed conducts are identified by the result pursued or avoided. This category is used to rebuild the scope of the general principles of the financial statements.</i>	
by <b>Oreste Cagnasso</b>	
<b>Merger of companies and creditors opposition</b>	22
<i>The Author analyzes the mergers between companies, with particular attention to the institution of the creditors opposition.</i>	
by <b>Valerio Sangiovanni</b>	
<b>STUDIES AND OPINIONS</b>	
<b>The record date Directive in a comparative vision (1): the German perspective</b>	41
<i>The paper, divided into three parts, considers the implementation in Germany, Britain and France of the mechanism of identification to vote based on the record date, that Directive 2007/36/EC will apply to listed companies of all Member States. Any system will be developed in two phases. First of all, we examine whether, compared to the previous national legislation, 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, it will explore the problem of the disciplines the record date must be coordinated with, noting the problems that may arise. It will be analyzed the ways in which the critical issues raised in the Italian system have been faced in the foreign models, with the purpose to identify, in a comparative perspective, the different solutions adopted by national legislators in order to adapt the Mechanism of the date of registration to the their system peculiarities, and also the theoretical premises, to understand similarities and differences that exist in the different legal traditions.</i>	
by <b>Roberto Secondo</b>	

# INDEX-ABSTRACT

## **PUBLIC ADMINISTRATION AND ENTERPRISES**

### **Regulations on local public services**

90

*The Author notes that, with the publication of the Presidential Decree 168/2010, the reform of public services has reached a relative completeness. He notes, however, that it is still far from a true liberalization, was advocated by many.*

by **Marco Casavecchia**

## **PROBLEMS IN PRACTICE**

### **Arrangement – The not full creditors’ satisfaction secured by the Privileges – Test of convenience and evaluation criteria of goods**

102

*Recent reforms of the Bankruptcy Law introduced a new principle: preferred creditors can be partially paid instead of full payment, on condition that their payment isn’t lower than payment in winding up and order in creditors’ payment doesn’t change.*

*Applying this principle implies a convenience test evaluating convenience for preferred creditors whose credits are going to be cut down.*

by **Franco Cornacchia**



# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

## OBBLIGHI FUNZIONALMENTE ORIENTATI E PRINCIPI GENERALI IN TEMA DI BILANCIO DI ESERCIZIO\*

*La relazione esamina la categoria delle regole funzionalmente orientate, in relazione alle quali le condotte imposte o vietate sono individuate in funzione del risultato da perseguire o da evitare. Tale categoria è utilizzata per ricostruire la portata dei principi generali in tema di bilancio d'esercizio.*

di ORESTE CAGNASSO

### 1. Clausole generali e regole funzionalmente orientate

Il carattere elastico di una regola può concernere l'identificazione della stessa fattispecie o l'individuazione della relativa disciplina. Invero si possono riscontrare fattispecie dal carattere rigido o connotate da un grado maggiore o minore di elasticità: ad esempio, le stesse nozioni fornite dal legislatore per individuare i contratti tipici previsti dal codice civile sono state ricostruite in chiave di fattispecie dotate di caratteri elastici e quindi idonee a consentire l'applicazione delle relative norme in un ambito più esteso rispetto a quello risultante dalla lettera delle stesse<sup>1</sup>.

Ma è soprattutto l'elasticità nell'individuare la disciplina che costituisce il fenomeno più diffuso e più rilevante. In particolare i comportamenti imposti o vietati possono essere rigidamente individuati oppure presentare caratteri di indeterminatezza o anche di accentuata indeterminatezza. In questo secondo caso le tecniche di costruzione delle regole possono essere varie: i comportamenti imposti o vietati possono essere individuati in funzione delle modalità che debbono essere utilizzate nei porli in essere (si pensi, ad esempio, ai criteri di condotta, quale quello della prudenza); o di parametri dal contenuto elastico (quali, ad esempio, la correttezza, la buona fede) o che fanno riferimento a criteri extra giuridici (quali, ad esempio, l'adeguatezza), oppure ancora del risultato da raggiungere o da evitare.

Con particolare riferimento a quest'ultima ipotesi gli obblighi o i divieti - o anche le clausole dichiarate valide o nulle - possono avere per oggetto determinati comportamenti - o un determinato contenuto - , specificamente tipizzati, oppure i

---

\* Relazione tenuta in occasione del Convegno "Le clausole generali nel diritto commerciale e industriale" organizzato da "Orizzonti del Diritto commerciale" - Roma, 11 - 12 febbraio 2011.

<sup>1</sup> Cfr. DE NOVA, *Il tipo contrattuale*, Padova, 1974, p. 121 ss..

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

comportamenti - o il contenuto - che raggiungano o siano idonei a raggiungere un determinato obiettivo<sup>2</sup>.

E' appena il caso di sottolineare come ogni obbligo o divieto sia posto dal legislatore per raggiungere o impedire il raggiungimento di un risultato: però nel caso delle regole di carattere rigido, come si è già osservato, a differenza di quanto avviene con riferimento alle regole funzionalmente orientate, i comportamenti sono tipizzati dal legislatore. Naturalmente varie sono le ragioni per cui quest'ultimo rinuncia ad identificare le condotte - o il contenuto delle clausole - ed utilizza il risultato conseguente come strumento di identificazione delle stesse, ragioni che possono essere ricostruite solo con riferimento ai vari contesti normativi ove tale tecnica trova applicazione.

La differenza strutturale tra le regole aventi per oggetto comportamenti - o clausole - tipizzati e le norme funzionalmente orientate assume rilevanza sotto vari profili, sia in sede interpretativa, sia in sede applicativa. Una prima differenza appare ovvia ed immediata ed è la possibilità di individuare comportamenti imposti o vietati in funzione di tutte le peculiarità del caso specifico, con conseguente possibilità di adattare la norma alle singole situazioni in cui trova applicazione.

## **2. Norme funzionalmente orientate: profili interpretativi e applicativi**

Un primo profilo di esame concerne la stessa classificazione delle regole all'interno della categoria di quelle funzionalmente orientate oppure della classe di quelle a carattere rigido con previsione di condotte o di clausole tipizzate. A prima vista il problema sembrerebbe neppure da porsi, risultando del tutto evidente la distinzione. Tuttavia è dato riscontrare come disposizioni rigide, stando alla lettera delle medesime, siano state interpretate come funzionalmente orientate.

Un esempio significativo in questo senso è fornito dalla nota sentenza della Cassazione del 1978 che ha sancito la nullità della clausola di gradimento che condizioni il trasferimento delle azioni al giudizio discrezionale ed immotivato degli organi societari<sup>3</sup>. La norma, contenuta nel terzo comma dell'art. 2355 c.c. nella sua

---

<sup>2</sup> Mi sia consentito di rinviare, per alcuni profili ed esempi al proposito, a CAGNASSO, *Divieti "funzionali" e problemi di qualificazione*, in *Scritti in onore di R. Sacco*, II, Milano, 1994, p. 113 ss.

<sup>3</sup> Cass., 15 maggio 1978, n. 2365, in *Giur. Comm.*, 1978, II, 639. Secondo la Suprema Corte, "l'attribuzione al consiglio di amministrazione ... del potere di vietare in ogni caso, senza limitazioni, senza alcun riferimento ad elementi concreti e con effetto verso la società, più che una condizione cui sarebbe stata sottoposta l'alienazione, presenta i caratteri di un vero e proprio diritto insindacabile di veto al trasferimento, tale che ne risulta alterata la struttura della società azionaria, nella quale la piena e libera commerciabilità delle partecipazioni sociali è la regola generale": "un sistematico rifiuto di assenso al trasferimento potrebbe

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

originaria formulazione, sanciva la nullità della clausola che escludesse la trasferibilità delle azioni. La giurisprudenza ha esteso la sanzione della nullità alla clausola di gradimento con i connotati sopra indicati che, pur non escludendo la trasferibilità delle azioni, può determinare tale effetto. In altre parole, viene sancita la nullità di una clausola che, pur avendo un contenuto differente da quello espressamente vietato, può determinare un identico risultato, prendendo in considerazione un effetto puramente presuntivo.

In conclusione il legislatore dichiara nullo un patto avente un certo contenuto; in sede interpretativa tale divieto viene “trasformato” in un divieto funzionalmente orientato.

---

*servire a mascherare l'esclusione del potere di alienazione, rendendo così indefinita la partecipazione del socio alla società (prisonnier de la société)*”.

La Cassazione, pertanto, elabora un sistema di regole per cui:

- è nulla la clausola che escluda la trasferibilità delle azioni;
- è parimente nulla la clausola di gradimento, qualora preveda il *placet* discrezionale e immotivato di un organo sociale, che, pur non escludendo la trasferibilità delle azioni, *può determinare* la non trasferibilità delle medesime.

L'effetto preso in considerazione è puramente presuntivo. Ciò che rileva non è la circostanza che l'uso della clausola di gradimento abbia di fatto reso il socio prigioniero delle azioni, ciò che rileva è la circostanza che il socio, attraverso l'uso sistematico del diritto di veto da parte dell'organo competente, possa essere reso prigioniero delle azioni. Sotto questo profilo, la giurisprudenza opera una ricostruzione in astratto della clausola di gradimento vietata, ritenendo che la medesima sia in ogni caso, di per sé, idonea a permettere di “bloccare” il trasferimento delle azioni.

Tuttavia la circostanza che la clausola sia dichiarata nulla in quanto presuntivamente produttiva di un determinato risultato non è priva di rilevanza. Se è nulla di per sé la clausola di gradimento ancorata al *placet* discrezionale e immotivato (presumendosi che la medesima abbia comunque l'effetto di poter rendere intrasferibili le azioni), occorre altresì verificare se, con riferimento alla singola clausola, le parti non abbiano introdotto meccanismi tali da neutralizzare il risultato in questione. La stessa Cassazione, nella sentenza richiamata, con un'affermazione interpretata ora quale *obiter dictum* ora ricondotta alla *ratio decidendi*, ha sancito che “*il diniego del placet potrebbe ammettersi solo se accompagnato da determinati correttivi che garantiscono al socio che lo voglia di uscire dalla società, ed in via generale, rendano possibile il trasferimento delle azioni*”. Ad esempio, potrebbe essere previsto che il diniego del *placet* presupponga che la società abbia trovato un nuovo acquirente per lo stesso prezzo.

Mediante tale correttivo il risultato presuntivamente collegato alla clausola (rendere intrasferibile l'azione) verrebbe meno e la clausola stessa potrebbe considerarsi valida.

IL NUOVO DIRITTO DELLE SOCIETÀ – N. 4/2011

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

Ma è sotto il profilo applicativo che la distinzione assume rilievo. In particolare pare possibile la riconduzione in astratto di un determinato comportamento ad un obbligo o un divieto enucleato in modo rigido, mentre la sua qualificazione come conforme o contrario, rispettivamente, ad un obbligo o a un divieto funzionale, non può che avvenire in concreto. Infatti solo tenendo conto di tutti i caratteri del singolo caso è possibile pervenire alla valutazione della conformità (o difformità) di una condotta a (o da) un obbligo o un divieto che siano individuati attraverso il raggiungimento di un determinato risultato.

Affermazioni del tipo “la categoria X è riconducibile, rientra, è una sottospecie della categoria Y” presuppongono con la categoria Y sia identificata in base a caratteri rigidi e tipizzati. Se, invece, la categoria Y è determinata in relazione ad elementi funzionali (in relazione cioè al risultato che deriva o può derivare da una condotta o da una determinata clausola) sembra ammissibile esclusivamente – almeno di massima – una proposizione del tipo “la specifica fattispecie A è riconducibile alla categoria Y”.

Occorre aggiungere che a volte i divieti (o gli obblighi) funzionalmente orientati vengono – dallo stesso legislatore – specificati mediante la costruzione di divieti (o di obblighi) rigidi sul presupposto che un determinato comportamento o assetto contrattuale risulti idoneo a determinare il risultato vietato (o quello imposto). In tal modo è possibile operare una qualificazione in astratto: tutti i comportamenti o gli assetti negoziali aventi un certo contenuto si presumono produttivi dell’effetto vietato (o imposto) e quindi in violazione del divieto (o conformi all’obbligo). Tuttavia l’esistenza del divieto funzionale, svolge, anche in tali casi, un proprio ruolo: la presunzione di produttività del risultato vietato (imposto) può venire meno in relazione alle peculiarità del caso concreto oppure queste ultime possono determinare l’estensione del divieto (obbligo) ad ipotesi differenti da quelle presuntivamente produttive del risultato vietato.

In tal modo viene ad operarsi un duplice processo di qualificazione: dapprima in astratto e poi in concreto. In un primo tempo, infatti, la specifica condotta o lo specifico contratto o la specifica clausola vengono ricondotti ad una categoria astratta presuntivamente produttiva o non produttiva dell’effetto vietato; in un secondo tempo, vengono esaminate le peculiarità del caso concreto per verificare se possano giocare un ruolo per “neutralizzare” il risultato presuntivo o produrlo anche con riferimento a ipotesi presuntivamente non produttive di esso.

Un esempio in tal senso può essere fornito dal divieto proprio della disciplina comunitaria antitrust delle intese che abbiano per oggetto o per effetto di impedire, restringere o falsare il gioco della concorrenza. Si tratta quindi di un criterio funzionalmente orientato che contempla anche accordi vietati in relazione ai loro effetti. Ma, come è noto, il legislatore comunitario prevede la possibilità di esenzione per categorie, attraverso l’individuazione di classi di intese a cui non si applica il divieto, individuate in funzione del loro preciso contenuto e dichiarate a priori inidonee o inidonee a influenzare il gioco della concorrenza. Il sistema, tuttavia, prevede correttivi

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

che consentano di raccordare il divieto funzionalmente orientato con le esenzioni per categorie in base ad assetti negoziali tipizzati, proprio in funzione alle peculiarità della singola intesa<sup>4</sup>.

### **3. Coesistenza di norme funzionalmente orientate con norme rigide o altre norme funzionalmente orientate**

Gli obblighi e i divieti di carattere funzionale possono essere previsti dal legislatore in via autonoma oppure inserirsi in un contesto di norme ed in particolare di obblighi o divieti a carattere rigido.

La coesistenza comporta che gli obblighi o i divieti funzionalmente orientati possano determinare un duplice tipo di effetti, imponendo, in relazione al caso concreto, di integrare quelli di carattere rigido o di derogarli. Si tratta di un meccanismo che sembra di particolare interesse in quanto consente di coniugare la certezza che deriva dalla presenza di obblighi (divieti) precisamente individuati con la possibilità di adattare i comportamenti dovuti (vietati) al singolo caso concreto, attraverso il correttivo costituito dall'applicazione dei doveri (divieti) funzionali, tale da imporre, sempre in relazione alle peculiarità del caso concreto, qualcosa "di più" oppure qualcosa "di diverso" rispetto a quanto espressamente disposto.

L'innesto degli obblighi funzionali su regole a loro volta di carattere flessibile comporta che il soggetto obbligato, nell'individuare il comportamento dovuto all'interno dello spazio di discrezionalità a lui concesso, debba comunque perseguire gli obiettivi posti dalla norma funzionale.

### **4. Norme funzionalmente orientate e principi generali in tema di bilancio di esercizio**

I principi generali in tema di bilancio di esercizio redatto secondo le norme del Codice Civile costituiscono, a mio avviso, norme funzionalmente orientate che interagiscono con regole di carattere rigido e in alcuni casi con altre norme elastiche o funzionalmente orientate. Infatti la disposizione per cui il bilancio deve essere redatto in conformità ai principi di chiarezza e di rappresentazione veritiera e corretta impone agli estensori del medesimo comportamenti non tipizzati, ma individuabili in funzione del raggiungimento di una serie di obiettivi, espressi appunto da tali principi.

Per contro le regole di struttura dei vari documenti che compongono il bilancio e i criteri di valutazione descrivono comportamenti tendenzialmente tipizzati e specificati.

---

<sup>4</sup> In particolare si richiamano i regolamenti di esenzione quali quelli relativi agli accordi di distribuzione verticale.

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

Come si è sottolineato in dottrina, *“la sovordinazione delle regole della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta rispetto alle successive, specifiche disposizioni è ora esplicitamente dichiarata dal legislatore”*<sup>5</sup>.

*“Per poter stabilire se una determinata “rappresentazione” sia stata effettuata o meno con chiarezza è infatti indispensabile, a nostro parere, cercare di ricostruire il significato di tal nozione in rapporto agli obiettivi e alle “funzioni” che il legislatore ha ritenuto di assegnare al bilancio di esercizio destinato a pubblicazione, essendo pacifica la constatazione che l’estensione quanti-qualitativa dell’informazione sia condizionata dall’ “utilizzo” che il bilancio intenda farsi nonché dalle caratteristiche dei soggetti che ne risultano destinatari. Prima di procedere alla ricostruzione strettamente esegetica delle disposizioni che impongono di fornire informative “complementari”, è necessario, in conclusione, identificare, sia pure a grandi linee, le “funzioni” del bilancio di esercizio “civilistico” ”*<sup>6</sup>.

*“In sostanza, la norma che stiamo esaminando, nelle prospettive del legislatore, assume il ruolo di “polmone della legislazione sul bilancio”. Il significato dell’apertura della norma, per il legislatore, è proprio nel riconoscimento da parte del diritto positivo dell’impossibilità di prevedere, in anticipo, nella forma della legge, vale a dire in via generale ed astratta, le infinite situazioni in cui una posta, legata alla concretezza del caso, rileva un valore attuale. E’, allora, possibile ricostruire la volontà del legislatore, in modo coerente, e al tempo stesso recuperare criticamente il significato della Relazione al decreto legislativo, dando un’interpretazione restrittiva all’art. 2423, 4° co., c.c., nel senso che la deroga al criterio legale di valutazione può aversi non per tutte le disposizioni legislative, ma solo per quelle che dettano criteri legali rigidi e non elastici di valutazione.”*<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> COLOMBO, *Bilancio di esercizio e consolidato*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. E. Colombo e G.B. Portale, 7, Torino, 1994, p. 58.

<sup>6</sup> L. A. BIANCHI, *Le clausole generali della “chiarezza” e della rappresentazione “in modo veritiero e corretto”* in *La disciplina giuridica del bilancio di esercizio* a cura di L. A. Bianchi, Milano, 2001, p. 121.

<sup>7</sup> E. BOCCHINI, *Diritto della contabilità delle imprese*, 2, *Bilancio d’esercizio*, 3° ediz., Torino, 2010, p. 82.

Sui principi generali v. in particolare FORTUNATO, *Clausole generali e informazione contabile fra integrazione giurisprudenziale e integrazione professionale*, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 477 ss.; COLOMBO, *Dalla chiarezza e precisione alla rappresentazione veritiera e corretta*, in *Il bilancio d’esercizio* a cura di A. Palma, 4° ediz., Milano, 2008, p. 73 ss.; VENTORUZZO, *La disapplicazione obbligatoria delle disposizioni del bilancio*, in *La disciplina giuridica del bilancio d’esercizio*, cit., p. 73 ss.; SUPERTI FURGA, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, 4° ediz., Milano, 2004, p. 3 ss.; CARATOZZOLO, *Il bilancio d’esercizio*, 2° ediz., Milano, 2006, p. 42 ss.; BALZARINI,

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

## 5. Principi generali e regole rigide

Come si è osservato, i principi generali, caratterizzati dall'individuazione di obiettivi da raggiungere, coesistono con regole relative alla struttura dei documenti contabili ed ai criteri di valutazione che indicano tendenzialmente specifici comportamenti. Il raccordo tra i due sistemi, strutturalmente differenti, è in parte espresso dallo stesso legislatore, che individua la funzione "integrativa" e "derogatoria" dei principi generali. Questi ultimi infatti impongono di adattare le regole rigide al caso concreto, richiedendo in particolare ulteriori informazioni laddove quelle espressamente previste risultassero insufficienti o, in casi eccezionali, obbligando a disapplicare in particolare i criteri di valutazione, ove l'obiettivo della veridicità risultasse compromesso. In tal modo è possibile la coesistenza, da un lato, di regole specifiche e dal contenuto determinato e, dall'altro, di principi a carattere elastico. L'individuazione del contenuto di questi ultimi è poi lasciata all'interprete, che a sua volta potrà ricorrere, e anzi dovrà ricorrere, a regole tecniche extragiuridiche.

Il terzo comma dell'art. 2423 c.c. recita infatti: "se le informazioni richieste da specifiche disposizioni di legge non sono sufficienti a dare una rappresentazione veritiera e corretta si devono fornire le informazioni complementari necessarie allo scopo".

Sotto il profilo operativo queste ultime possono consistere nell'introduzione di ulteriori sottovoci o voci o in informazioni contenute nella nota integrativa o anche nella stessa deliberazione assembleare di approvazione del bilancio<sup>8</sup>.

Come è stato ampiamente sottolineato dalla giurisprudenza, sia della Suprema Corte sia di merito, la chiarezza rappresenta un obiettivo autonomo rispetto a quello della rappresentazione veritiera e corretta, che in ogni caso deve essere perseguito, dato il fondamentale rilievo del bilancio quale strumento di informazione nell'interesse dei soci, dei creditori, dei terzi e del mercato<sup>9</sup>.

Il terzo comma dell'art. 2423 c.c. prevede poi che, "se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione degli articoli seguenti è incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta, la disposizione non deve essere applicata; la nota integrativa deve motivare la deroga e deve indicarne l'influenza sulla rappresentazione

---

*Principi generali e principi di redazione del bilancio di esercizio, in Il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato a cura di P. Balzarini - O. Cagnasso - M. Irrera - L. Quattrocchio, in Trattato di dir. priv. diretto da M. Bessone, XVII, Torino, 2002, p. 37 ss..*

<sup>8</sup> V. Cass., 27 aprile 2004, n. 8001 in *Giur. comm.*, 2006, II, 428; Trib. Milano, 23 agosto 2007, in *Corriere merito*, 2008, 1, 22.

<sup>9</sup> Cfr. Trib. Milano, 7 novembre 2003, in *Giur. it.*, 2004, 340 con nota di A. BONFANTE - CAGNASSO, *Note in tema di risultanza ed omissioni di bilancio tra vecchio e nuovo diritto societario*, per cui il principio di chiarezza è sancito a tutela dell'interesse generale all'informazione e presenta autonoma rilevanza rispetto al principio di verità.

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

della situazione patrimoniale, finanziaria e del risultato economico; gli eventuali utili derivanti dalla deroga devono essere iscritti in una riserva non distribuibile se non in misura corrispondente al valore recuperato”.

Come appare dalla lettura della norma, il legislatore impone la deroga quando sia pregiudicato l’obiettivo della rappresentazione veritiera e corretta in presenza di casi eccezionali<sup>10</sup>. Tale è da intendere in particolare la modificazione della natura economica del bene oggetto di valutazione (non lo sono pertanto né la svalutazione né la presenza di perdite).

La valenza derogatoria dei principi generali è riferita, stando alla lettera della disposizione, a tutti gli articoli a essa seguenti e quindi parrebbe valere anche per le regole di struttura: ma in realtà, trattandosi di norme flessibili, non sembra facile immaginare una deroga alle medesime. Essa viene in considerazione, per contro, con riguardo ai criteri di valutazione; e determina in concreto l’obbligo di disattendere il criterio del costo storico in presenza di casi eccezionali.

Le eventuali plusvalenze derivanti dall’applicazione della norma in esame devono essere iscritte in una riserva non distribuibile, che però può essere utilizzata a copertura di perdite e forse per aumenti di capitale.

Analogo meccanismo, sia pure con i dovuti adattamenti, è previsto per il bilancio consolidato.

I principi di chiarezza e di rappresentazione veritiera e corretta valgono anche infatti per quest’ultimo, naturalmente riferiti alla situazione patrimoniale e finanziaria e al risultato del “gruppo di impresa”. Anche in questo caso i principi generali impongono di fornire informazioni supplementari ove quelle richieste da specifiche norme non fossero sufficienti. Anche con riferimento al bilancio consolidato, in casi eccezionali, occorre disapplicare le regole specifiche qualora si pongano in contrasto con gli obiettivi previsti dal legislatore. Naturalmente il tutto deve essere rapportato ai caratteri specifici del bilancio consolidato<sup>11</sup>.

In una prospettiva in qualche misura rovesciata i principi generali interagiscono con le regole specifiche quali possibili strumenti di selezione dei vizi rilevanti. Infatti, anche se il legislatore non prevede espressamente tale effetto, questi ultimi possono essere utilizzati anche quale strumento per individuare gli eventuali vizi del bilancio aventi carattere sostanzialmente irrilevante.

Come è noto, l’informazione offerta dal bilancio è posta principalmente nell’interesse dei soci e del mercato<sup>12</sup> e le relative norme hanno quindi carattere

---

<sup>10</sup> Ma v. Cass., 8 giugno 2007, n. 13503, in *Foro it.*, 2008, 1, 206, che sembra porre rilievo solo all’incompatibilità con l’obiettivo, svalutando la necessaria presenza del caso eccezionale.

<sup>11</sup> E v. CAGNASSO, *I principi generali*, in *Il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato*, cit., Torino, p. 387 ss..

<sup>12</sup> Cass., 24 dicembre 2004, n. 23976, in *Società*, 2005, 1405 con commento di FICO.



# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

imperativo in quanto dirette a tutelare un interesse di portata generale. La loro violazione comporta l'illiceità dell'oggetto della deliberazione di approvazione del bilancio e quindi la sua nullità.

Tuttavia “non tutte le irregolarità compiute nella redazione del bilancio assumono lo stesso rilievo in tema di invalidità della delibera”<sup>13</sup>. Non incidono su di essa “le irregolarità di scarsa importanza e le omissioni o i raggruppamenti di poste aventi trascurabile valore economico, che non influenzano in maniera apprezzabile la rappresentazione della situazione economico - patrimoniale della società”<sup>14</sup>.

Al fine di individuare le “irregolarità” di scarsa importanza pare necessario utilizzare, in negativo, i principi generali: tali saranno infatti quelle che non pregiudicano comunque gli obiettivi fondamentali della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta. In questa prospettiva i principi generali possono svolgere un ulteriore significativo ruolo, quali limiti alla rilevanza delle irregolarità di bilancio.

## 6. Principi generali e altre regole elastiche o funzionalmente orientate

Alcune norme relative alla struttura dei documenti contabili hanno carattere elastico. In particolare l'art. 2423 *ter c.c.*, al suo secondo comma, prevede che le voci precedute da numeri arabi possano essere ulteriormente suddivise; che ne possano essere aggiunte altre voci; che esse possano essere adattate quando lo esiga la natura dell'attività esercitata. Ancora più accentuato è il carattere elastico di una serie di norme che disciplinano il bilancio consolidato. Dal momento che i principi generali della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta sono previsti, come si è già osservato, anche per la sua redazione (sia pure con gli adattamenti necessari), pure in tal caso gli obiettivi da essi indicati rappresentano uno strumento per orientare l'applicazione in concreto delle regole elastiche.

L'innesto di una norma funzionale su regole di carattere elastico comporta che la prima rappresenti il criterio da seguire per l'applicazione delle seconde. Più precisamente le possibili articolazioni di voci ed i possibili adattamenti debbono essere diretti, con riferimento al caso concreto, a perseguire l'obiettivo della chiarezza.

Sia in relazione alle strutture, sia ai criteri di valutazione il legislatore a volte introduce opzioni alternative. Così le “imprese minori” possono redigere il bilancio in forma abbreviata; e inoltre gli estensori del bilancio possono scegliere tra il criterio del costo o del patrimonio netto nella valutazione delle immobilizzazioni consistenti in partecipazioni in imprese controllate o collegate. In tali ipotesi i principi generali fungono da limiti negativi alle scelte da essi operabili, nel senso che non può essere

---

<sup>13</sup> Cass., 2 maggio 2007, n. 10139, in *Giust. civ.*, 2008, 2, 441 con nota di VIDIRI.

<sup>14</sup> Trib. Bari, 21 giugno 2005.

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

utilizzata l'opzione che, con riferimento al caso concreto, impedisca o pregiudichi il raggiungimento degli obiettivi della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta.

Particolare rilievo assume questa conclusione con riferimento al bilancio in forma abbreviata. La possibilità di adottare tali "strutture" semplificate, prevista per le imprese sociali di dimensioni non superiori a certe soglie, incontra in ogni caso il limite costituito dall'applicazione dei principi generali. Pertanto, ove le semplificazioni consentite dal legislatore possano pregiudicare nel caso concreto il raggiungimento dell'obiettivo della chiarezza, il bilancio dovrà essere redatto in forma ordinaria, oppure le semplificazioni stesse dovranno essere "ridotte"<sup>15</sup>.

## 7. Principi generali e il sistema IAS/IFRS

Anche nell'ambito della disciplina degli IAS / IFRS (e quindi con riferimento al bilancio di esercizio redatto in loro conformità) sono enunciati i principi generali. Infatti, il principio IAS 1, al paragrafo 10, prevede che i bilanci devono rappresentare in modo attendibile la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica e i flussi finanziari dell'impresa. Si tratta quindi di principi generali che sostanzialmente coincidono con quelli della chiarezza e della rappresentazione veritiera e corretta, ma soprattutto di regole che ancora una volta hanno carattere funzionale, indicando lo scopo (la rappresentazione attendibile) che deve essere perseguito dai redattori del bilancio in loro applicazione.

Esse prevedono poi (cfr. IAS 1, par. 15 c) che debbano essere fornite informazioni ulteriori quando l'utilizzo degli schemi non fosse sufficiente a raggiungere gli obiettivi indicati dalla clausola generale ora richiamata. Infatti, il paragrafo 15 c dello IAS 1 dispone che una presentazione attendibile richiede l'esposizione di ulteriori informazioni se le disposizioni dei principi contabili internazionali siano insufficienti a consentire all'utilizzatore di comprendere l'effetto sulla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica dell'impresa di operazioni ed eventi particolari.

A loro volta i par. 13, 16, 17 e 18 prevedono la deroga obbligatoria all'applicazione dei principi contabili internazionali in casi eccezionali espressamente qualificati come molto rari, nei quali la loro applicazione si ponga in conflitto con la finalità di fornire una presentazione attendibile. La deroga obbligatoria può trovare applicazione solo in mancanza di un divieto di utilizzo della medesima contenuto nell'ordinamento interno.

---

<sup>15</sup> CAGNASSO, *Il bilancio abbreviato*, in AA. VV., *La riforma dei bilanci annuali e consolidati*, Padova, 1993, p. 91; Trib. Milano, 5 novembre 2001 in *Giur. it.*, 2002, 554, con nota di CAGNASSO

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

Più precisamente, qualora gli amministratori ritenessero che la conformità a una disposizione di un principio fosse fuorviante, e perciò che la deviazione da una disposizione risultasse necessaria per dare una rappresentazione attendibile, essi dovranno indicare:

- che la direzione aziendale ha ritenuto che i bilanci rappresentano correttamente la situazione patrimoniale, finanziaria ed economica, e i flussi finanziari dell'impresa;
- che il bilancio è stato redatto in modo conforme a tutti gli aspetti rilevanti dei principi contabili internazionali, fatta eccezione per i casi in cui è stato ritenuto opportuno discostarsene per ottenere una presentazione attendibile;
- il principio specifico da cui l'impresa si è discostata, la natura della deviazione, incluso il trattamento contabile che esso richiederebbe, il motivo per il quale il trattamento sarebbe nelle circostanze fuorviante e il trattamento adottato;
- l'effetto finanziario della deviazione sul risultato netto dell'esercizio dell'impresa, sull'attivo, sul passivo, sul patrimonio netto e sui flussi finanziari di ciascun esercizio oggetto di presentazione.

In questi casi, l'applicazione di una specifica disposizione di un principio contabile internazionale potrebbe comportare, come si diceva, la redazione di bilanci ingannevoli. Il che si verificherà solo quando il trattamento richiesto dal principio sia chiaramente non adeguato e perciò una rappresentazione attendibile non possa essere ottenuta né applicandolo, né inserendo soltanto informazioni integrative. Uno scostamento non è accettabile semplicemente perché anche un altro criterio potrebbe fornire una presentazione attendibile.

Nel decidere se sia necessaria la deviazione da una specifica disposizione prevista dai principi contabili internazionali, è necessario tenere in considerazione:

- la finalità della disposizione e perché questa finalità non è raggiunta o non è rilevante nelle circostanze specifiche;
- il modo e la misura in cui le situazioni dell'impresa differiscono da quelle delle altre imprese che osservano la disposizione.

Si rileva che, poiché le situazioni che comportano una deviazione devono presumersi estremamente rare e la necessità di operarla sarà oggetto di un'approfondita analisi e di giudizio soggettivo, è importante che gli utilizzatori siano a conoscenza che l'impresa non si è conformata in tutti gli aspetti rilevanti ai principi contabili internazionali. È anche importante che a essi sia fornita un'informativa tale da metterli nella condizione di formarsi una fondata opinione se la deviazione sia necessaria e di calcolare le rettifiche che sarebbero necessarie per uniformarsi a essi. Lo IASC controllerà i casi di inosservanza che saranno portati alla sua attenzione (per esempio dalle imprese, dai loro revisori e dagli organi di sorveglianza) e terrà presente la necessità di chiarimenti con interpretazioni o rettifiche ai principi, se opportuno, per garantire che le deviazioni restino confinate ad ipotesi davvero eccezionali.

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

Come si può constatare dalla lettura dei paragrafi dello IAS 1, anche nell'ambito del sistema costituito dai principi contabili internazionali viene in considerazione la clausola generale che indica, in conformità con il quadro sistematico per la preparazione e presentazione del bilancio, lo scopo che deve essere perseguito dai suoi redattori ed impone loro di derogare ai principi quando la "deviazione" sia resa "necessaria" ai fini del raggiungimento dell'obiettivo della "presentazione attendibile" in relazione alle peculiarità del caso di specie. Anche in questo contesto debbono essere fornite sia le motivazioni che hanno indotto all'utilizzo della deroga sia gli effetti che ne derivano.

Come è stato giustamente osservato in dottrina<sup>16</sup>, la norma costituisce una sorta di "valvola di sicurezza" al fine di consentire l'adattamento dei principi alle peculiarità del caso concreto, qualora si verificasse un conflitto tra essi e le finalità proprie del bilancio. Conflitto presumibilmente per altro del tutto infrequente se si considera che al criterio del costo i principi contabili internazionali sostituiscono quello, aderente al valore di mercato, del *fair value*.

L'ordinamento italiano non solo non prevede alcun divieto all'utilizzo della deroga obbligatoria ma anzi, come si è già illustrato, l'ha espressamente disciplinata nel quarto comma dell'art. 2423 c.c., con riferimento al bilancio di esercizio redatto secondo i criteri tradizionali. Ma c'è di più: l'art. 5 del d. lgs. 28 febbraio 2005, n. 38 (che disciplina l'esercizio delle opzioni previste dal regolamento comunitario del 2002 in tema di principi contabili internazionali) stabilisce che se, in casi eccezionali, l'applicazione di una disposizione da questi prevista sia incompatibile con la rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, di quella finanziaria e del risultato economico, la disposizione non vada applicata. Come si può facilmente constatare, la norma sostanzialmente riproduce, con gli opportuni adattamenti, il contenuto del quarto comma dell'art. 2423 c.c.: in tal modo il legislatore, esplicitamente anche se sarebbe stato sufficiente non inserire un divieto, accoglie l'istituto della deroga obbligatoria di cui ai paragrafi ora richiamati dello IAS 1. Naturalmente l'art. 5 del d. lgs. n. 38 del 2005 va interpretato alla luce di tale regola.

Con una disposizione ulteriore a quanto previsto dai principi contabili internazionali e che si richiama alla disciplina contenuta nell'art. 2423 c.c., il legislatore italiano prevede che gli eventuali utili, derivanti dalla deroga alla loro applicazione, sono iscritti in una riserva non distribuibile se non in misura corrispondente al valore recuperato. È compito dell'interprete affrontare i vari problemi ricostruttivi concernenti la disciplina di tale riserva, da porre a raffronto con quella derivante dalla

---

<sup>16</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *La ricezione dei principi contabili internazionali IAS/IFRS ed il sistema delle fonti del diritto contabile*, in *IAS/IFRS. La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, cit., p. 29 ss., *ivi*, p. 66 ss.; *IAS/IFRS* a cura di F. Dezzani, P. P. Biancone, D. Busso, Milano, 2010, p. 12 ss..

# RELAZIONI A CONVEGNI

BILANCIO: NORME FUNZIONALMENTE ORIENTATE

disapplicazione dei criteri di valutazione tradizionali, nonché con quelle derivanti dall'applicazione dei principi contabili internazionali (v. artt. 6 e 7 del d. lgs. 28 febbraio 2005, n. 38).

Come si può facilmente rilevare, nell'ambito della disciplina propria degli IAS / IFRS sono previsti principi generali che indicano gli obiettivi che i redattori del bilancio di esercizio debbono perseguire ed ne è enunciata la rilevanza, sia nella prospettiva integrativa sia in quella derogatoria.

L'art. 2423 c.c., relativo ai principi generali che presiedono al bilancio di esercizio se redatto secondo i criteri tradizionali, non pare quindi venire in considerazione nel caso che lo stesso lo sia secondo i principi contabili internazionali. E ciò non solo perché la sua disciplina rende inapplicabile l'altra, almeno con riferimento a quanto da essa previsto, ma soprattutto perché anche all'interno della seconda sono presenti i principi generali ed è individuata la loro valenza.

Ciò non toglie, come pare, che il confronto tra i principi generali e la loro rilevanza nell'uno e nell'altro contesto non possa fornire elementi di giudizio utili ai fini interpretativi.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE DI SOCIETÀ' E OPPOSIZIONE DEI CREDITORI\*

*L'Autore affronta il tema della fusione tra società, soffermandosi in particolare sull'istituto dell'opposizione dei creditori.*

di VALERIO SANGIOVANNI

### 1. Le caratteristiche del procedimento di fusione

Nel corso del procedimento di fusione fra società<sup>1</sup> trova applicazione una disposizione che consente ai creditori di fare opposizione alla medesima. Si tratta dell'art. 2503 c.c.<sup>2</sup>, norma che si vuole esaminare in questo lavoro<sup>3</sup>. La disposizione,

---

\* Testo, rivisto e corredato di note, della lezione presentata al “*Master breve per giuristi d'impresa*”, Altalex Formazione, Milano, 23 aprile 2010.

<sup>1</sup> A una fusione possono partecipare società di tipo diverso. La rubrica della sezione II (artt. 2501-2505-*quater* c.c.) in materia di fusione fa riferimento alla fusione di “società”, senza specificare di quali tipi di società si tratti. Inoltre la disposizione iniziale della sezione II (cioè l'art. 2501 c.c. sulle “forme di fusione”) si limita a indicare quali tipologie di fusione siano possibili e non specifica quali siano i tipi societari interessati dalla disposizione. Infine l'art. 2502-*bis* c.c., nel disciplinare il deposito e l'iscrizione della decisione di fusione nel registro delle imprese, fa espresso rinvio alle società previste nel capo II (società semplice), nel capo III (società in nome collettivo), nel capo IV (società in accomandita semplice), nel capo V (società per azioni), nel capo VI (società in accomandita per azioni) e nel capo VII (società a responsabilità limitata). Vengono insomma menzionate le tre società di persone e le tre società di capitali previste nel nostro ordinamento. Alla luce di questi elementi testuali si può affermare che le norme sulla fusione riguardino tutti i tipi societari. Cfr. MAGLIULO, *La fusione delle società*, 2<sup>a</sup> ed., Milano, 2009, p. 136.

<sup>2</sup> Si deve poi, per completezza, menzionare l'art. 2503-*bis* c.c., che disciplina il diritto di opposizione degli obbligazionisti.

<sup>3</sup> In materia di opposizione dei creditori alla fusione cfr. BELTRAMI, *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 202 ss.; CACCHI PESSANI, *Commento all'art. 2503*, in *Trasformazione – Fusione - Scissione*, a cura di Bianchi, Milano, 2006, p. 719 ss.; CAPPARELLA, *Riflessioni sulla natura dell'opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c.*, in *Riv. not.*, 2006, I, p. 1503 ss.; CERA, *Termini per l'attuazione della fusione e per l'opposizione alla stessa*, in *Società*, 2006, p. 680 ss.; SCIPIONE, *La nuova disciplina delle operazioni straordinarie*, Torino, 2006, p. 185 ss.; TAMBURINI, *Commento all'art. 2503*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2007, p. 1205 s.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

almeno per quanto riguarda le società per azioni, è di origine comunitaria, costituendo attuazione dell'art. 13 della direttiva 78/855/CEE, secondo cui "le legislazioni degli Stati membri devono prevedere un adeguato sistema di tutela degli interessi dei creditori delle società partecipanti alla fusione per i crediti che siano anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione e che non siano ancora scaduti al momento della pubblicazione"<sup>4</sup>.

L'istituto della opposizione dei creditori costituisce un mezzo forte di tutela del ceto creditorio, in quanto essa – salvo alcune eccezioni - impedisce di attuare la fusione finché non sia decorso un termine di sessanta giorni e inoltre, nel caso sia presentata opposizione, la fusione non può essere attuata – sempre salvo alcune eccezioni - finché non si sia giunti a una decisione in merito a essa.

Al fine di comprendere appieno il significato della disposizione che disciplina l'opposizione dei creditori, è importante illustrare i passaggi essenziali del procedimento di fusione. Si tratta di una procedura complessa e i vari momenti che la caratterizzano sono di competenza di soggetti diversi: dapprima operano gli amministratori, dopo intervengono gli esperti, poi si pronunciano i soci e – infine - il notaio stipula l'atto di fusione.

Il primo passaggio del procedimento di fusione è la predisposizione di un progetto di fusione da parte degli organi amministrativi delle società partecipanti alla fusione (art. 2501-ter c.c.)<sup>5</sup>. Da questo progetto deve risultare una serie di elementi indicati nell'art. 2501-ter, comma 1°, c.c.<sup>6</sup>, fra cui spicca il rapporto di cambio delle

---

<sup>4</sup> Terza direttiva del Consiglio del 9 ottobre 1978 basata sull'articolo 54, paragrafo 3, lettera g), del trattato e relativa alle fusioni delle società per azioni (78/855/CEE), in G.U.C.E. L 295 del 20 ottobre 1978, p. 36 ss. Su questa direttiva e sulla sua attuazione in Italia cfr. DE ACUTIS, *La terza direttiva cee in materia di società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1979, p. 300 ss.; DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, p. 207 ss.; GIROLAMI, *La normativa italiana in materia di fusione di società e la terza direttiva del Consiglio CEE (78-855-CEE): problemi ed ipotesi di adeguamento*, in *Dir. com. scambi int.*, 1983, p. 347 ss.; MASCARDI, *La fusione di società nel diritto comunitario*, in *Riv. soc.*, 1991, p. 1721 ss.; MORERA, *I principi comunitari per le fusioni di società: analisi e riflessioni nella prospettiva di adeguamento. Le società nel diritto comunitario*, in *Foro it.*, 1987, c. 250 ss.

<sup>5</sup> Sul progetto di fusione cfr. LUCHENA, *Note in tema di irregolarità del progetto di fusione e relative conseguenze sul procedimento di fusione (con particolare riguardo alla deliberazione di fusione)*, in *Giur. comm.*, 2000, II, p. 674 ss.

<sup>6</sup> In dettaglio, dal progetto di fusione devono risultare: "1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

azioni o quote<sup>7</sup>. La legge prevede poi che “il progetto di fusione è depositato per l’iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione” (art. 2501-*ter*, comma 3°, c.c.). Il progetto di fusione serve ai soci che dovranno deliberare in merito alla stessa ad avere ogni informazione utile per poter decidere con cognizione di causa: la fusione comporta profonde modificazioni nella compagine sociale e, addirittura, il venire meno di una delle società coinvolte. Oltre che per i soci, il progetto di fusione costituisce strumento d’informazione per i creditori della società, che possono presentare opposizione<sup>8</sup>.

Nei procedimenti di fusione gli organi amministrativi non possono limitarsi a predisporre il progetto di fusione, ma sono tenuti a un ulteriore adempimento: la preparazione della relazione (art. 2501-*quinquies* c.c.). Compito di tale relazione è quello di illustrare e giustificare, “sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione e in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote” (art. 2501-*quinquies*, comma 1°, c.c.). In altre parole la relazione dell’organo amministrativo è la “motivazione” della fusione. La legge prescrive una giustificazione giuridica ed economica. Sotto il primo profilo è necessario che l’operazione non sia *contra legem*. Al riguardo non mi pare tuttavia debbano essere necessarie particolari giustificazioni nella relazione, salvo il caso in cui l’operazione sia strutturata in modo tale che - per determinati aspetti - si presenti giuridicamente problematica. Più articolata risulta invece la giustificazione “economica” dell’operazione. Probabilmente tale dizione sta a indicare che la relazione deve esplicitare le finalità che si intendono raggiungere con la fusione. Normalmente la finalità principale è quella di creare una sinergia fra due attività industriali o commerciali. In particolare fondendo due società si possono ridurre i costi delle rispettive attività, ad esempio eliminando la duplicazione di strutture che svolgono la stessa funzione. Nel lungo termine la fusione è finalizzata ad accrescere la redditività delle società coinvolte. La legge specifica che la relazione deve indicare i criteri di determinazione del rapporto di cambio (art. 2501-*quinquies*, comma 2°, c.c.). Il rapporto di cambio specifica in che misura i soci delle società fuse parteciperanno al capitale della società risultante dalla fusione. Esso presuppone la corretta valutazione delle due società. Se una società è sopravvalutata rispetto all’altra, il rapporto di cambio

---

decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l’amministrazione delle società partecipanti alla fusione” (art. 2501-*ter*, comma 1, c.c.).

<sup>7</sup> In materia di rapporto di cambio v. CASSOTTANA, *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*, in *Società*, 2001, p. 448 ss.; NAZZICONE, *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, I, c. 1932 ss.

<sup>8</sup> Inoltre l’organo amministrativo delle società partecipanti è tenuto a un altro adempimento: deve redigere la situazione patrimoniale delle medesime società (art. 2501-*quater* c.c.).



# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

risulta incongruo a vantaggio dei soci della prima società. Il rapporto di cambio incongruo determina una perdita netta in capo ai soci della società che viene erroneamente sottovalutata. La giurisprudenza edita degli ultimi anni mostra che l'incongruità del rapporto di cambio è al centro del contenzioso in materia di fusione.

Abbiamo visto come i primi due passaggi del procedimento di fusione (progetto di fusione e relazione) siano di competenza degli organi amministrativi. Sarebbe tuttavia potenzialmente pericoloso per i soggetti coinvolti nella fusione (soci e creditori) lasciare esclusivamente agli amministratori ogni valutazione in merito alla fusione. La legge richiede allora l'intervento di soggetti esterni: gli esperti.

La legge più precisamente prevede che "uno o più esperti per ciascuna società devono redigere una relazione sulla congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote, che indichi: *a*) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; *b*) le eventuali difficoltà di valutazione" (art. 2501-*sexies*, comma 1°, c.c.). Inoltre la relazione deve contenere "un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato" (art. 2501-*bis*, comma 2°, c.c.). Il rapporto di cambio costituisce l'elemento economico centrale della fusione. La misura della partecipazione al capitale della società incorporante o della società risultante dalla fusione dipende dal rapporto di cambio. L'opera di determinazione della congruità del rapporto di cambio, che si connota per un alto livello di tecnicismo, non può essere lasciato ai soli amministratori delle società; si impone, al contrario, un controllo esterno. Per tacere del fatto che, in alcuni casi, i gestori potrebbero vertere in una situazione di conflitto d'interessi che può spingerli a sopravvalutare una società a danno dell'altra. Anche per questa ragione sussiste la necessità di un controllo esterno indipendente.

Al fine di assicurare questi due valori (competenza e terzietà degli esperti), la legge precisa che gli esperti "sono scelti tra i soggetti di cui al primo comma dell'articolo 2409-*bis* e, se la società incorporante o la società risultante dalla fusione è una società per azioni o in accomandita per azioni, sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società" (art. 2501-*sexies*, comma 3°, c.c.). Si deve dunque trattare di un revisore contabile o di una società di revisione e, in questo modo, si assicura la competenza dei soggetti chiamati a redigere la relazione sulla congruità. Inoltre la legge prevede, per le società azionarie, che la nomina dell'esperto venga fatta dal tribunale (e non dalle società interessate). Così facendo si recide qualsiasi legame fra le società e l'esperto, eliminando il pericolo di potenziali conflitti d'interessi. Diversamente il rischio potrebbe difatti essere quello che l'esperto tenda ad avallare le valutazioni effettuate dagli organi amministrativi.

Il ruolo giocato dagli esperti è delicato, in quanto da essi dipende il controllo sulla congrua valutazione delle società e - in definitiva - il risultato economico che i soci traggono dalla fusione. Al fine di assicurare il rigore del lavoro svolto dagli esperti e di

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

garantire un'adeguata tutela di tutti gli interessati, la legge prevede che "l'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi" (art. 2501-*sexies*, comma 6°, c.c.)<sup>9</sup>.

Il passaggio successivo consiste nella decisione in ordine alla fusione: "la fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto" (art. 2502, comma 1°, c.c.).

La decisione di fusione deve poi essere pubblicata mediante deposito nel registro delle imprese (art. 2502-*bis* c.c.). Il deposito serve a rendere pubblico che è stata assunta una decisione sulla fusione. I creditori vengono in tal modo informati del completamento della procedura e hanno la possibilità di proporre opposizione.

### **2. Il termine per proporre opposizione**

Tanto premesso per cenni sul procedimento di fusione, e per passare a occuparci in dettaglio della disposizione che qui interessa, l'art. 2503 c.c. prevede che "la fusione può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'articolo 2502-*bis*" (art. 2503, comma 1°, c.c.).

Questa disposizione specifica in primo luogo la durata del termine (sessanta giorni) per proporre opposizione. Vi sono peraltro alcune eccezioni alla durata del termine, che – in certi casi – è più breve. Se, ad esempio, alla fusione partecipano solo società diverse da quelle azionarie, il termine è ridotto a trenta giorni (così dispone l'art. 2505-*quater* c.c.). Inoltre, nel caso specifico della fusione fra banche, il termine per proporre opposizione è ridotto a quindici giorni (in questo senso l'art. 57, comma 3°, d.lgs. n. 385/1993).

Inoltre l'art. 2503, comma 1°, c.c., determina da quando decorra tale termine: dall'ultima delle iscrizioni della decisione di fusione. Questa specificazione è necessaria in quanto le società tenute a effettuare il deposito sono almeno due e non è detto che i depositi avvengano esattamente lo stesso giorno. La data di decorrenza del termine per proporre opposizione potrebbe pertanto essere diversa a seconda della maggiore o minore diligenza della società interessata nell'effettuare il deposito della decisione nel registro delle imprese. Si supponga che per la società Alfa l'iscrizione avvenga il giorno cinque di un dato mese, mentre per la società Beta l'iscrizione avvenga il giorno dieci del medesimo mese. In una situazione del genere si tratta di capire se il termine di sessanta giorni decorra dal giorno cinque per la prima società e dal giorno dieci per la seconda (e, conseguentemente, con scadenze diverse) oppure, per ambedue, dal giorno

---

<sup>9</sup> Del resto già il diritto comunitario stabilisce che "le legislazioni degli Stati membri prevedono almeno la responsabilità civile nei confronti degli azionisti della società incorporata degli esperti incaricati di redigere per questa società la relazione prevista dall'articolo 10, paragrafo 1, in conseguenza di irregolarità commesse da detti esperti nell'esercizio delle loro funzioni" (art. 21 direttiva 78/855/CEE).

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

dieci. Il testo della legge indica che il termine rilevante è comunque quello dell'ultima iscrizione. Ne consegue che, nell'esempio fatto, i creditori della società Alfa dispongono di fatto di sessantacinque giorni (e non solo di sessanta giorni) per effettuare opposizione. Il termine di decorrenza è dunque unico per tutte le società coinvolte.

La legge stabilisce che durante la pendenza del termine di sessanta giorni la fusione non può essere attuata. Per attuazione della fusione si deve intendere il stipula dell'atto di fusione, con l'intervento del notaio (art. 2504 c.c.). Il notaio a cui le parti si rivolgono non può accettare tale atto se non sono decorsi i sessanta giorni. Si tratta di un divieto cui si può derogare nei casi che andremo a esaminare nei paragrafi successivi (ipotesi di fusione c.d. "anticipata").

Attesa l'esistenza di un divieto di attuazione della fusione, si tratta di comprendere cosa succeda se l'atto di fusione venga stipulato lo stesso, nonostante il termine non sia decorso. Il compimento dell'atto prima del termine previsto dalla legge comporta la responsabilità del notaio rogante. Allo stesso modo si potrà affermare la responsabilità degli amministratori che avessero dato attuazione alla fusione prima del termine, ignorando così le aspettative di tutela dei creditori. Tale responsabilità può avere natura civile e, talvolta, addirittura penale. Con riferimento alla responsabilità civile, atteso che gli amministratori sono tenuti a rispettare la legge, il compimento di un'operazione in violazione delle norme che la regolano può portare all'affermazione della loro responsabilità<sup>10</sup>. Per quanto riguarda i profili penali, potrebbe essere invocato dai creditori l'art. 2629, comma 1°, c.c.<sup>11</sup>. Parrebbero in effetti sussistere nel caso di

<sup>10</sup> Fra i numerosi contributi in materia di responsabilità degli amministratori cfr. CARMINATI, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l. e il divieto di concorrenza*, in *Società*, 2009, p. 1143 ss.; FICO, *L'azione di responsabilità contro gli amministratori nella s.r.l.*, in *Società*, 2008, p. 1401 ss.; GALGANO, *Direttive della capogruppo e abuso della direzione unitaria: responsabilità degli amministratori*, in *Fallimento*, 2000, 1096 ss.; GIUFFRÈ, *Su c.t.u. ed accertamento di responsabilità di amministratori di società*, in *Società*, 2009, p. 902 ss.; PALLAORO, *Profili della responsabilità degli amministratori di s.r.l. tra vecchia e nuova disciplina*, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 698 ss.; RORDORF, *La responsabilità civile degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (I parte)*, in *Società*, 2008, p. 1193 ss.; RORDORF, *La responsabilità degli amministratori di s.p.a. sotto la lente della giurisprudenza (II parte)*, in *Società*, 2008, p. 1325 ss.; SALAFIA, *Il concreto esercizio dell'azione di responsabilità sociale*, in *Società*, 2008, p. 1061 ss.; SALVATO, *Profili della disciplina della responsabilità degli amministratori della s.r.l.*, in *Società*, 2009, p. 705 ss.; SANGIOVANNI, *La responsabilità degli amministratori di s.r.l. verso la società*, in *Contr. impr.*, 2007, p. 698 ss.; SPIOTTA, *Perimetro della responsabilità ex art. 2395 c.c.: dall'incidenza del danno alla violazione della par condicio tra i soci*, in *Giur. it.*, 2009, p. 879 ss.

<sup>11</sup> Secondo questa disposizione "gli amministratori che, in violazione delle disposizioni di legge a tutela dei creditori, effettuano riduzioni del capitale sociale o fusioni con altra società o

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

specie i presupposti per l'applicazione di questa disposizione. Premesso che l'art. 2503 c.c. è senz'altro una norma a tutela dei creditori, nella prassi potrebbe invece risultare difficile provare che i creditori hanno subito un danno. Tuttavia il mancato incasso, anche solo parziale, del credito vantato configura tale nocumento e fa scattare la responsabilità penale.

### 3. La fusione anticipata e il consenso dei creditori

La legge prevede che la fusione possa essere attuata prima dei sessanta giorni normalmente previsti esclusivamente al ricorrere di determinate condizioni. Si tratta di una serie di presupposti che garantiscono sufficientemente i creditori, facendo venire meno la necessità di aspettare il decorso del termine per proporre opposizione. L'opposizione è strumentale alla protezione dei creditori (e procrastina l'attuazione della fusione), ma se questi sono già tutelati in altro modo non ha senso attendere.

I presupposti fissati dalla legge per anticipare la fusione (e che andiamo ora a esaminare in dettaglio) devono ritenersi tassativi, nel senso che solo in loro presenza è possibile anticiparla. Ne consegue in particolare che il pagamento dei creditori o il deposito dei relativi importi in banca non può essere sostituito da altre forme di garanzia (ad esempio da una fideiussione). La ragione è che una garanzia, per quanto solida, non può offrire lo stesso livello di sicurezza dei meccanismi previsti dal legislatore. Soprattutto, le garanzie sono diverse le une dalle altre ed è necessario valutarne l'idoneità, circostanza preclusa - nella sostanza - al creditore<sup>12</sup>.

Il primo caso in cui la fusione può essere attuata anticipatamente rispetto al termine *standard* di sessanta giorni si ha quando consta "il consenso dei creditori delle società che vi partecipano anteriori all'iscrizione prevista nel terzo comma dell'articolo 2501-ter" (art. 2503, comma 1°, c.c.). Questa disposizione fa riferimento ai "creditori" delle società, dovendosi questa espressione intendere in senso ampio: creditore è chiunque sia titolare di un rapporto di credito nei confronti della società.

Le caratteristiche del credito sono in sostanza irrilevanti rispetto alla possibilità di opporsi alla fusione. Anzitutto basta che il credito sia sorto anteriormente all'ultima delle iscrizioni, non essendo necessario che esso sia esigibile. Inoltre devono considerarsi creditori legittimati all'opposizione anche coloro che vantano un credito assistito da una garanzia<sup>13</sup>. Sul punto, invero, potrebbe sorgere qualche dubbio ritenendosi che essi non siano legittimati all'azione, non avendo interesse alla medesima, essendo assicurato loro - per altra via - il soddisfacimento del credito. Bisogna peraltro rilevare che la garanzia di cui dispongono potrebbe non essere

---

scissioni, cagionando danno ai creditori, sono puniti, a querela della persona offesa, con la reclusione da sei mesi a tre anni".

<sup>12</sup> Cfr. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 382.

<sup>13</sup> V. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 365.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

sufficiente e ciò rappresenta una ragione sufficiente per opporsi alla fusione. Dunque nei casi in cui la garanzia è insufficiente, si deve ritenere che i creditori siano senz'altro legittimati alla presentazione dell'opposizione (quantomeno per la parte del credito non coperta da garanzia). Ma anche nell'ipotesi in cui il credito sia totalmente garantito può essere presentata opposizione. Difatti tali creditori potrebbero negare il loro consenso alla fusione e ciò implicherebbe l'obbligo della banca di pagare il credito o di depositare le corrispondenti somme presso una banca. Nel primo caso il debito verrebbe addirittura saldato; nel secondo la garanzia offerta (deposito della somma in banca) sarebbe comunque più forte delle altre garanzie di cui dispone il creditore. Infine non può attribuirsi alcun rilievo al fatto che il credito sia oggetto di contestazioni.

Fra i creditori della società vi possono essere anche i soci (o alcuni dei soci) della medesima. Ciò avviene quando i soci hanno effettuato finanziamenti in favore della società, trovandosi così a essere creditori degli interessi dovuti sui finanziamenti (se a titolo oneroso) oltre che della restituzione della somma capitale<sup>14</sup>. La posizione dei soci è peraltro particolare in quanto essi hanno partecipato alla decisione in ordine alla fusione (art. 2502 c.c.). Nel caso in cui hanno votato come soci favorevolmente alla fusione e poi si oppongono come creditori, il loro comportamento appare contraddittorio<sup>15</sup>. Si potrebbe cioè ritenere che il consenso prestato come socio alla fusione impedisca successivamente di opporsi come creditore alla medesima. Anche se questo argomento è suggestivo, mi pare tuttavia che sia preferibile distinguere

---

<sup>14</sup> In materia di finanziamenti dei soci cfr. BALP, *Sulla qualificazione dei finanziamenti dei soci ex art. 2467 c.c. e sull'ambito di applicazione della norma*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2007, II, p. 612 ss.; CAPELLI, *I crediti dei soci nei confronti della società e il rimborso dei finanziamenti dei soci dopo la riforma*, in *Riv. dir. priv.*, 2005, p. 99 ss.; CAGNASSO, *Prime prese di posizione giurisprudenziali in tema di finanziamenti dei soci di società a responsabilità limitata*, in *Giur. it.*, 2007, p. 2502 ss.; DI SARLI, *Primi orientamenti del Tribunale di Milano sull'applicazione della disciplina dei finanziamenti ai soci di s.r.l.*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 264 s.; GUGLIELMO, *L'allocatione in bilancio dei "finanziamenti" e dei "versamenti": una questione in via di risoluzione?*, in *Riv. not.*, 2009, I, p. 365 ss.; MAUGERI, *Dalla struttura alla funzione della disciplina sui finanziamenti dei soci*, in *Riv. dir. comm.*, 2008, I, p. 133 ss.; NIGRO, *Finanziamenti dei soci "postergati" e loro compensazione*, in *Notariato*, 2008, p. 521 ss.; PICCHIONE, *Sulla natura giuridica delle operazioni a fondo perduto e dei finanziamenti a favore della società*, in *Riv. not.*, 2007, II, p. 429 ss.; POSTIGLIONE, *La nuova disciplina dei finanziamenti dei soci di s.r.l.: dubbi interpretativi e limiti applicativi*, in *Società*, 2007, p. 929 ss.; SALAFIA, *I finanziamenti dei soci alla società a responsabilità limitata*, in *Società*, 2005, p. 1077 ss.; SANGIOVANNI, *I finanziamenti dei soci nella s.r.l.*, in *Giur. mer.*, 2008, p. 421 ss.; SANGIOVANNI, *Finanziamenti dei soci di s.r.l. e fallimento della società*, in *Fallimento*, 2007, p. 1393 ss.; SIMEON, *La postergazione dei finanziamenti dei soci nella s.p.a.*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 69 ss.

<sup>15</sup> Sulla diverse posizioni della dottrina con riferimento alla situazione dei soci che hanno votato favorevolmente alla fusione cfr. MAGLIULO, *op. cit.*, p. 365.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

formalmente fra le due posizioni. Diverse difatti sono le ragioni che possono spingere a volere la fusione e, allo stesso tempo, a opporsi alla medesima come creditore. Può capitare che un socio pensi di poter trarre dalla fusione benefici futuri in termini di sinergie industriali e, ciò nonostante, ritenga di non poter acconsentire alla fusione se non viene garantito il pagamento delle sue spettanze. Se si vogliono tutelare ambedue queste aspettative, si deve riconoscere il diritto all'opposizione nonostante il socio abbia votato favorevolmente alla fusione.

L'art. 2503, comma 1°, c.c. si riferisce ai creditori di tutte le società che partecipano alla fusione. Ne consegue che non sarebbe sufficiente, al fine di anticipare l'attuazione della fusione, ottenere il consenso dei creditori della sola incorporante o della sola incorporata. Si deve infine trattare di "tutti" i creditori, con l'effetto che la raccolta delle adesioni dei creditori deve essere completa.

L'ambito di applicazione della disposizione è peraltro limitato dal fatto che la norma menziona espressamente i soli creditori anteriori all'iscrizione prescritta dall'art. 2501-ter, comma 3°, c.c. L'iscrizione cui si riferisce in questo contesto la legge è l'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione. In altre parole la legge intende tutelare solo i creditori che non erano consapevoli della progettata fusione. Una volta avvenuta l'iscrizione nel registro delle imprese del progetto di fusione, i terzi sono (o, comunque, potrebbero essere) consapevoli della imminente operazione straordinaria. Se essi – ciò nonostante - contrattano con la società, non possono poi dolersi della fusione e opporsi alla medesima. Nei casi dubbi andrà accertato di volta in volta se il credito è sorto prima dell'iscrizione. Sul punto si nota una differenza fra il diritto comunitario e quello italiano di attuazione. Secondo il diritto europeo, la tutela dei creditori andava garantita solo per i crediti sorti ma non ancora scaduti al momento della pubblicazione del progetto di fusione (art. 13, par. 1, direttiva 78/855/CEE). Nel caso di crediti scaduti, il creditore può avviare subito le procedure di recupero del credito e non ha, almeno teoricamente, bisogno di opporsi alla fusione. Appare invece più debole la posizione del creditore il cui credito non è ancora scaduto, non potendo esso agire per il pagamento e dovendo subire la fusione decisa da terzi. Complessivamente però non sussiste alcuna difformità rispetto al diritto comunitario, in quanto la normativa italiana rafforza (e non indebolisce) la posizione dei creditori, consentendo di opporsi anche a chi vanta un credito già scaduto. Del resto, proprio il fatto che il credito sia scaduto (e non pagato) è un indice della debolezza finanziaria della società e, dunque, un buon motivo per opporsi alla fusione.

I creditori anteriori all'iscrizione del progetto di fusione sono ovviamente liberi di scegliere e possono dare (o meno) il proprio consenso alla fusione anticipata. La legge non determina peraltro con quali modalità tale consenso debba essere prestato. Proprio per questa ragione (assenza della prescrizione di particolari requisiti formali), si deve ritenere che il consenso – teoricamente - possa essere prestato con qualsiasi modalità. È peraltro evidente l'interesse sia degli amministratori delle società coinvolte

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

sia del notaio rogante ad avere idonea documentazione comprovante l'espressione di tale consenso, non fosse altro per evitare la possibile affermazione di responsabilità (che per gli amministratori riveste addirittura carattere penale: art. 2629 c.c.) per avere operato in assenza del consenso di tutti. Appare pertanto doveroso che gli amministratori presentino al notaio un elenco dei creditori con indicazione dell'ammontare del credito. Inoltre dovrà essere presentata documentazione scritta dalla quale risulta l'avvenuta prestazione del consenso di tutti i creditori.

#### **4. Il pagamento dei creditori o il deposito delle somme**

Il secondo caso in cui la legge consente di attuare la fusione anticipatamente rispetto al termine ordinario di sessanta giorni si ha quando vi è stato il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso. I creditori vanno pertanto divisi in due categorie: alcuni potrebbero essere fiduciosi nel futuro pagamento e dare il via-libera alla fusione nonostante il loro credito non sia stato ancora soddisfatto; altri potrebbero invece negare il consenso alla fusione. Il legislatore non vieta peraltro che si proceda alla fusione in presenza di creditori dissenzienti, a condizione che tali creditori vengano pagati. È evidente che se i creditori vengono pagati, non vi è alcuna ragione per non procedere alla fusione. Anzi, il fatto che i creditori vengano pagati, fa venire meno la loro stessa qualità di creditori delle società e, dunque, qualsiasi interesse rispetto all'atto di fusione, che ora costituisce per essi una vicenda cui sono totalmente estranei: l'*ex*-creditore non è legittimato a proporre opposizione. Al notaio rogante dovrà essere fornita la prova dell'avvenuto pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso. Gli amministratori dovranno pertanto presentare la documentazione che certifica l'avvenuto pagamento.

Il terzo caso in cui la legge prevede espressamente che la fusione possa essere attuata anticipatamente rispetto al termine di sessanta giorni si ha quando vi sia stato il deposito delle somme corrispondenti presso una banca. Si tratta di una forma nella sostanza alternativa al pagamento. Il pagamento dei creditori non avviene, ma i creditori sono garantiti che avverrà, in quanto i relativi fondi sono stati depositati presso una banca. La *ratio* della disposizione esige che il deposito duri fino alla scadenza del termine. Anche con riferimento al deposito presso una banca gli amministratori devono produrre al notaio rogante documentazione idonea a comprovare tale circostanza.

Non è detto che una società si debba avvalere di uno solo dei tre mezzi appena illustrati; è invece consentito – e usuale – anche un approccio misto<sup>16</sup>. Si può pertanto raccogliere il consenso di tutti i creditori possibili, puntando ovviamente su quelli più importanti come le banche e i fornitori principali. Altri creditori particolarmente “ostici” possono invece essere pagati immediatamente, per evitare la presentazione di

---

<sup>16</sup> BOLOGNESI, *Commento all'art. 2503*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, 2° vol., Torino, 2009, p. 1271.

# RELAZIONI A CONVEGNI

FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

opposizioni (magari anche solo strumentali). Per altri ancora si potranno depositare le relative somme in banca.

## 5. L'asseverazione della società di revisione

Il quarto caso in cui la fusione può essere attuata anticipatamente rispetto al termine di sessanta giorni ordinariamente previsto si ha quando “la relazione di cui all'articolo 2501-*sexies* sia redatta, per tutte le società partecipanti alla fusione, da un'unica società di revisione la quale asseveri, sotto la propria responsabilità ai sensi del sesto comma dell'articolo 2501-*sexies*, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori” (art. 2503, comma 1°, c.c.).

Questa disposizione prevede la possibilità che la relazione degli esperti contenga un'apposita dichiarazione secondo la quale non sono necessarie garanzie a tutela dei creditori. La relazione degli esperti vi è sempre nel procedimento di fusione, essendo prescritta in via generale dall'art. 2501-*sexies* c.c. Nel caso in cui vi siano creditori, tale relazione può contenere l'indicazione aggiuntiva che per essi non sono necessarie garanzie. Si tratta di un contenuto facoltativo della relazione, che produce però effetti concreti e di notevole portata: la fusione può essere attuata anticipatamente.

Affinché possa avere questo particolare valore (di escludere la necessità di apposite garanzie per i creditori), la legge prescrive che la relazione venga redatta da una un'unica società di revisione per tutte le società partecipanti alla fusione. Con ciò si fa un'eccezione all'art. 2501-*sexies*, comma 1°, c.c., il quale prevede invece una relazione per ciascuna società coinvolta (anche se bisogna dire che le società partecipanti alla fusione possono richiedere al tribunale la nomina di uno o più esperti comuni; art. 2501-*sexies*, comma 4°, c.c.). Nella fattispecie qui in esame, la relazione della società di revisione produce effetti nei confronti di tutti i futuri creditori della società risultante dalla fusione. Per questa ragione il legislatore esige che la relazione sia unica e, dunque, espressione di tutte le società coinvolte. In questo modo si evita in particolare il pericolo di contraddizioni fra le relazioni: se fosse possibile presentare una relazione per ogni società, le valutazioni sui crediti potrebbero non essere conformi.

Per attribuire la massima serietà alla relazione predisposta dalla società di revisione, la legge prevede che l'asseverazione viene fatta sotto la propria responsabilità ai sensi del sesto comma dell'art. 2501-*sexies*. Viene così richiamata la disposizione che disciplina la responsabilità degli esperti. Bisogna rilevare che qui il legislatore si esprime con grande severità. Difatti paiono esistere ben quattro basi normative della possibile responsabilità degli esperti. Essi rispondono in via del tutto generale ai sensi dell'art. 1176, comma 1°, c.c. Trattandosi tuttavia di soggetti che svolgono un'attività di tipo professionale, “nell'adempimento delle obbligazioni inerenti all'esercizio di un'attività professionale, la diligenza deve valutarsi con riguardo alla natura dell'attività esercitata” (art. 1176, comma 2°, c.c.). Basterebbero già queste disposizioni di parte



# RELAZIONI A CONVEGNI

FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

generale per fondare la responsabilità degli esperti. Eppure il legislatore ha sentito la necessità di statuire la loro responsabilità sia per la redazione della relazione in generale (art. 2501-*sexies* c.c.) sia per la dichiarazione in favore dei creditori (art. 2503 c.c.).

Vi è allora da chiedersi cosa succeda qualora la dichiarazione degli esperti non corrisponda a verità. Per questi casi gli esperti sono tenuti a risarcire il danno patito dei creditori. I creditori hanno difatti fatto affidamento sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società verificata dagli esperti. La presenza della loro relazione ha impedito di fare opposizione. Se, successivamente, risulta che la società risultante dalla fusione non è in grado di onorare i debiti verso i creditori, questi possono rivolgersi agli esperti e cercare di far valere la loro negligenza. Il rischio conseguente alla dichiarazione rilasciata dalla società di revisione è enorme ed è dunque improbabile che questa fattispecie ricorra con frequenza nella prassi. La dichiarazione degli esperti si avvicina, nella sostanza, a una garanzia fideiussoria nei confronti dei creditori.

## 6. L'opposizione dei creditori

La legge prevede poi che “se non ricorre alcuna di tali eccezioni, i creditori indicati al comma precedente possono, nel suddetto termine di sessanta giorni, fare opposizione. Si applica in tal caso l'ultimo comma dell'articolo 2445” (art. 2503, comma 2°, c.c.).

Abbiamo esaminato sopra i casi in cui la fusione può essere attuata anticipatamente. Si tratta di fattispecie in cui i creditori sono stati soddisfatti (e, dunque, sono ormai *ex-creditori*) oppure di ipotesi in cui vi è la ragionevole certezza che saranno soddisfatti. Se – però - non sono realizzate queste condizioni, il legislatore non impone ai creditori di subire la fusione; anzi, essi possono fare opposizione.

Per comprendere la *ratio* della disposizione che prevede il diritto di opposizione bisogna riflettere sul fatto che i creditori, pur vantando un titolo di credito nei confronti delle società, sono a essa estranei: la fusione viene progettata, deliberata e attuata dagli amministratori e dai soci delle società. Il patrimonio di ciascuna società costituisce, per i creditori della medesima, garanzia patrimoniale del loro soddisfacimento. La fusione comporta invece la commistione dei patrimoni delle società e, conseguentemente, il concorso fra i creditori della prima e della seconda società. Sussiste il pericolo che le probabilità di essere soddisfatti diminuiscano a seguito della fusione. Sono danneggiati in particolare i creditori della società più solida finanziariamente che si trovano a concorrere con i creditori dell'altra società, meno solida.

I soggetti titolati a presentare opposizione sono i creditori indicati nel comma 1°, non tutti i creditori. Si tratta dei creditori anteriori all'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese. Sono i creditori che facevano affidamento sulla solidità patrimoniale della società con cui hanno contrattato. Non possono invece fare opposizione i creditori successivi all'iscrizione del progetto di fusione: questi difatti sono (o dovrebbero essere) consapevoli dell'imminente fusione e, se accettano di

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

contrattare con una delle due società in procinto di fondersi, accettano i relativi rischi e non possono poi opporsi alla fusione.

Si è già evidenziato sopra che la legge fissa la durata del termine per fare opposizione in sessanta giorni. Il termine decorre dall'ultima delle iscrizioni della decisione di fusione nel registro delle imprese. Le società coinvolte nella fusione sono almeno due e, talvolta, sono più di due. Ciascuna di esse è tenuta a depositare la decisione di fusione. Nel caso in cui le iscrizioni non avvenissero lo stesso giorno, ha rilievo l'ultima iscrizione. Ne consegue che, di fatto, il termine per presentare opposizione può risultare più lungo di sessanta giorni. Questo avviene per i soci della società il cui atto di fusione viene iscritto immediatamente, i quali avranno tempo per sessanta giorni dopo il successivo momento in cui viene effettuata l'ultima iscrizione. Decorso il termine di sessanta giorni, si verifica una preclusione e l'opposizione non può più essere presentata.

L'effetto preclusivo del decorso del termine non significa affatto che il credito venga meno: il credito dovrà essere fatto valere, secondo le normali regole, nei confronti della società risultante dalla fusione. Il problema, ovvio, è che il patrimonio della società risultante dalla fusione potrebbe non essere sufficiente. Tuttavia, a ulteriore garanzia dei creditori, non si deve dimenticare che rimane ferma la responsabilità degli eventuali soci illimitatamente responsabili<sup>17</sup>, prescrivendo la legge che “la fusione attuata mediante costituzione di una nuova società di capitali ovvero mediante incorporazione in una società di capitali non libera i soci a responsabilità illimitata dalla responsabilità per le obbligazioni delle rispettive partecipanti alla fusione anteriori all'ultima delle iscrizioni prescritte dall'articolo 2504, se non risulta che i creditori hanno dato il loro consenso” (art. 2504-*bis*, comma 5°, c.c.). La fusione che dovesse far venire meno la categoria dei soci a responsabilità illimitata non produce tale effetto retroattivamente. Di conseguenza il socio che non fosse stato integralmente soddisfatto dalla società risultante dalla fusione, può agire nei confronti dei vecchi soci illimitatamente responsabili della società pre-fusione. Ciò non può tuttavia avvenire, specifica la legge, quando i creditori abbiano prestato il proprio consenso alla fusione. Si deve dunque rilevare che il consenso alla fusione limita la possibilità di agire al patrimonio della società risultante dalla fusione, facendo venire meno la previa responsabilità illimitata dei soci. Dal punto di vista dei creditori è pertanto importante evitare di dare il proprio consenso, se si vuole mantenere in forza la responsabilità illimitata dei soci anche dopo la fusione.

### 7. Il giudizio di opposizione

Cosa intende la legge con “fare opposizione”? In passato si dibatteva in

---

<sup>17</sup> Sulla figura dei soci illimitatamente responsabili cfr. GALGANO, *Il socio illimitatamente responsabile è, dunque, imprenditore*, in *Contr. impr.*, 2000, p. 607 ss.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

particolare se l'opposizione consistesse semplicemente nell'esprimere il proprio dissenso rispetto alla fusione oppure se fosse necessario agire in giudizio. La prima tesi si fonda sulla circostanza che il legislatore non richiede forme particolari per l'espressione della volontà del creditore. Atteso il principio di libertà delle forme, secondo questa interpretazione non è necessaria la forma scritta, ancor meno un'azione in giudizio.

Si deve tuttavia ritenere che l'opposizione vada presentata per vie giudiziarie. In questo senso milita la circostanza che l'art. 2503, comma 2°, c.c. rinvia all'art. 2445, comma 4°, c.c. e questa disposizione fa riferimento a un procedimento giudiziario. Ne consegue che l'opposizione dei creditori va presentata con un'azione in giudizio. In questo senso si è espresso il Tribunale di Roma, affermando che l'opposizione dei creditori (la prospettiva non cambia anche se, nel caso di specie, si trattava di scissione) ha natura giudiziale e può essere proposta nelle forme del processo ordinario di cognizione ovvero in quelle del procedimento camerale nei confronti di più parti<sup>18</sup>. Già precedentemente il Tribunale di Milano aveva affermato, seppure solo in via incidentale, che l'opposizione dei creditori alla fusione è un'azione di natura contenziosa<sup>19</sup>. Il Tribunale di Brescia, a sua volta, ha deciso (in materia di scissione, ma il ragionamento dovrebbe essere applicabile anche alla fusione) che dalla riforma del diritto societario non è desumibile che le opposizioni dei creditori *ex art. 2503 c.c.* debbano o possano essere proposte stragiudizialmente<sup>20</sup>.

La necessità di agire in giudizio al fine di presentare opposizione facilita anche il ruolo di accertamento del notaio. Questi può difatti limitarsi, prima di stipulare l'atto di fusione, a verificare presso la competente cancelleria che non sono state presentate opposizioni<sup>21</sup>. Comunque è inoltre consigliabile che il notaio rogante si faccia rilasciare un'apposita dichiarazione dei legali rappresentanti delle società che, pur essendo decorsi sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni della decisione di fusione, non risulta loro essere stata comunicata alla società alcuna opposizione. Tale dichiarazione può essere contenuta direttamente nell'atto di fusione.

L'art. 2445, comma 4°, c.c. prevede che “il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione”. Per comprendere il significato di questa disposizione è necessario collocarla nel suo esatto contesto: si tratta di una norma dettata in materia di riduzione del capitale sociale. La riduzione del capitale sociale può risultare pregiudizievole per i creditori che, nel trattare con la società, hanno fatto affidamento sulla sua consistenza patrimoniale. Il legislatore

<sup>18</sup> Trib. Roma, decr., 18 dicembre 2008, in *Foro it.*, 2009, I, c. 2861 ss., con nota di Desiato.

<sup>19</sup> Trib. Milano, 13 febbraio 2007, in *www.dejure.giuffre.it*.

<sup>20</sup> Trib. Brescia, 16 gennaio 2006, in *Notariato*, 2006, p. 134 ss., con nota di Nigro.

<sup>21</sup> Cfr. BOLOGNESI, *Commento all'art. 2503*, cit., p. 1272; MAGLIULO, *op. cit.*, p. 377 ss.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

consente sì di ridurre il capitale sociale, purché tale operazione non faccia venir meno le dovute garanzie per i creditori. Conseguentemente l'art. 2445, comma 3°, c.c. prevede un meccanismo analogo a quello che stiamo esaminando con riferimento alla fusione: la deliberazione di riduzione del capitale “può essere eseguita soltanto dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione”. La *ratio* delle disposizioni è identica: tutelare i creditori sociali evitando che determinate operazioni (fusione e riduzione del capitale sociale) incidano negativamente sulle loro aspettative di soddisfazione.

L'art. 2503, comma 2°, c.c. richiama dunque integralmente l'art. 2445, comma 4°, c.c. Questa disposizione determina anzitutto la competenza a conoscere dell'opposizione. Essa fa capo a un'autorità giudiziaria. Si rimuove così ogni dubbio in merito alle modalità con le quali deve essere presentata tale opposizione. Un'opposizione meramente stragiudiziale, ad esempio mediante l'invio di una lettera in cui si manifesta l'opposizione, non è sufficiente. Con riferimento poi alla competenza funzionale, spetta al tribunale conoscere dell'opposizione.

Bisogna chiedersi quali siano le conseguenze della presentazione di una (o più) opposizioni dei creditori. L'opposizione paralizza l'operazione di fusione nel suo complesso (e non solo con riferimento al creditore opponente) fino a quando si giunga a una decisione definitiva in merito alla opposizione medesima. Questo effetto così gravoso si presta però a possibili comportamenti ostruzionistici dei creditori. Un creditore anche di una piccola somma potrebbe, sollevando opposizione, bloccare una significativa operazione per un lungo periodo di tempo. È necessario riflettere su quelli che sono i tempi della giustizia civile. Soprattutto nei casi in cui l'opposizione appare *prima facie* infondata, non vi sarebbe un rapporto di congrua proporzionalità fra la – pur dovuta – tutela dell'interesse del creditore e l'interesse di tutti gli altri soggetti coinvolti a che l'operazione di fusione si perfezioni. La legge prevede dunque dei meccanismi per risolvere la situazione di stallo. Vi sono difatti due situazioni in cui è consentito che l'operazione di fusione abbia luogo nonostante l'opposizione dei creditori.

Il primo caso in cui la fusione ha luogo nonostante l'opposizione dei creditori si realizza quando il tribunale ritenga infondato il pericolo di pregiudizio. Tale valutazione implica un giudizio di merito sulla capacità della società di far fronte, in futuro, ai propri debiti. Correttamente la legge parla pertanto di “pericolo” di pregiudizio e non di “pregiudizio” vero e proprio, attuale: nel momento in cui viene presa la decisione il pericolo è solo potenziale e si potrà concretizzare in futuro nel caso il patrimonio della società sia insufficiente. Il creditore opponente deve cercare di dimostrare che la società risultante dalla fusione non dispone di risorse sufficienti per garantire il pagamento del suo credito. Alla società resistente è però concesso di provare il contrario. Spetta al giudice la decisione definitiva in merito. Se la società risulta in grado di pagare il debito, non vi sono ragioni per bloccare l'operazione di fusione. Nel caso in cui il

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

tribunale autorizzi la fusione senza prestazione di garanzia, si pone il problema di capire cosa succeda se, in difformità dalle previsioni effettuate, il patrimonio della società risultante dalla fusione non sia sufficiente a soddisfare i creditori. Probabilmente esistono qua i margini per invocare la responsabilità di più soggetti. A parte il caso-limite della responsabilità del giudice, i creditori possono far valere la responsabilità degli amministratori delle società coinvolte. Nel caso specifico della s.r.l., si potrebbe poi far valere la responsabilità dei soci ai sensi dell'art. 2476, comma 7°, c.c.<sup>22</sup>.

La seconda fattispecie in cui il procedimento di fusione procede nonostante la presentazione dell'opposizione da parte di uno o più creditori si ha quando la società ha prestato idonea garanzia. In questa ipotesi i creditori non vengono soddisfatti immediatamente dalla società, ma la società mette a disposizione le risorse per soddisfarli. La situazione non è identica per i creditori (un conto è l'adempimento, un altro conto è l'aspettativa, per quanto fondata, di un adempimento futuro), tuttavia il legislatore reputa sufficiente la prestazione di un'idonea garanzia affinché la fusione possa aver luogo. Si noti che, mentre la fusione può essere anticipata solo quando la "garanzia" consista nel deposito delle somme corrispondenti presso una banca (in questo senso dispone espressamente l'art. 2503, comma 1°, c.c.), in questo diverso contesto – di opposizione già presentata – la legge non indica in cosa debba consistere la garanzia. Essendoci difatti in questa fase l'intervento del giudice, questi potrà valutare il tipo e la consistenza della garanzia e decidere in merito con maggiore flessibilità di quanto possa avvenire prima del suo intervento (fase precedente in cui il rapporto si gioca esclusivamente sul piano società-creditore e in cui non ci sono margini realistici per una negoziazione).

Volendo poi indicare quale sia il tipo di garanzia utilizzabile dalla società, è lecito assumere che nella prassi tipicamente verrà rilasciata una fideiussione bancaria, con la quale la banca si impegna a pagare i creditori oppositori per il caso la società non vi possa provvedere. La garanzia, peraltro, non deve essere tale da soddisfare tutti i creditori, ma solo (e tutti) quelli che hanno fatto opposizione. La legge prevede inoltre, a ragione, che la garanzia debba essere "idonea". Al riguardo, come si è già accennato, spetta al tribunale ogni valutazione. Nel caso del deposito del danaro su un conto corrente (fattispecie prevista nel caso di fusione anticipata), la garanzia è sempre idonea purché copra l'intero credito (e di conseguenza non vi è necessità di particolari controlli di idoneità, salvo per il fatto che l'importo sia sufficiente). Invece con riferimento alla fideiussione, una fideiussione bancaria può ritenersi quasi sempre idonea, in quanto la capacità finanziaria della banca di saldare i creditori non può ragionevolmente essere

---

<sup>22</sup> Sulla corresponsabilità dei soci cfr. SANGIOVANNI, *Responsabilità degli amministratori e corresponsabilità dei soci nella s.r.l.*, in *Danno resp.*, 2008, p. 13 ss.; ZANARDO, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 498 ss.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

messa in dubbio. La situazione può risultare più problematica quando la fideiussione venga prestata da un soggetto privato (persona fisica o giuridica); in questi casi si dovrà capire se la capacità finanziaria di tale privato è tale da garantire il soddisfacimento del creditore.

Se la garanzia non viene prestata oppure non viene ritenuta idonea dal tribunale, la fusione non può essere attuata. Si torna all'effetto generale per cui la presentazione di opposizioni è idonea a bloccare il procedimento di fusione. Questa soluzione appare sensata (anche se drastica), altrimenti l'attuazione della fusione rischierebbe di pregiudicare le aspettative del creditore.

I due presupposti appena illustrati (infondatezza del pericolo di pregiudizio oppure prestazione di idonea garanzia), che consentono di attuare la fusione nonostante l'opposizione, sono previsti dalla legge in via alternativa (e non cumulativa). Ciò significa che il tribunale "deve" dare il via-libera alla fusione anche in assenza di idonea garanzia quando si convinca che comunque non vi sia pericolo di pregiudizio per i creditori. Allo stesso modo, se la garanzia viene prestata, il tribunale "deve" consentire l'attuazione della fusione (anche perché, grazie alla garanzia, sparisce il pericolo di pregiudizio). Si tratta di disposizioni che sottolineano come l'interesse alla realizzazione della fusione debba prevalere rispetto all'interesse dei creditori, almeno nei casi in cui è ragionevole confidare che i creditori otterranno comunque soddisfazione.

Nella prassi può anche accadere che la società paghi il credito opposto in pendenza del giudizio di opposizione. Oppure può avvenire che le somme corrispondenti vengano depositate presso una banca sempre durante lo svolgimento del giudizio. Oppure può capitare che la società presti idonea garanzia. In tutti questi casi, vengono meno le ragioni per continuare il procedimento<sup>23</sup>. Nel primo caso viene meno il credito e, dunque, la giustificazione stessa per presentare opposizione. Nel secondo caso il deposito vincolato delle somme corrispondenti al credito garantiscono la soddisfazione (in una forma più sicura della generica prestazione di una garanzia). Ma anche nel terzo caso la garanzia viene prestata, per quanto in ritardo, e costituisce tutela sufficiente del creditore. Ne consegue che il tribunale può dare il via-libera all'attuazione della fusione nonostante l'opposizione.

Il tribunale, una volta deciso sull'attuazione della fusione, passa a conoscere del merito della questione. Il giudizio di opposizione serve ad accertare se il patrimonio della società risultante dalla fusione sia sufficiente a soddisfare i creditori. Al riguardo il calcolo deve essere fatto non sul credito dell'opponente (o degli opposenti), che rappresenta comunque solo una porzione dei crediti complessivi vantati nei confronti della società. Il calcolo deve invece essere fatto sul complesso delle pretese che tutti i creditori (anteriori all'ultima iscrizione del progetto di fusione) possono far valere. Se il patrimonio della società risulta sufficiente, l'opposizione viene rigettata: il creditore non

<sup>23</sup> MAGLIULO, *op. cit.*, p. 376.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

ha ragione di temere per il proprio credito, che verrà soddisfatto e la fusione può completarsi. Nel caso opposto (il patrimonio non è sufficiente per soddisfare tutti i creditori), l'opposizione viene accolta e, conseguentemente, la fusione non può essere attuata. Dall'operatività di questo meccanismo si può desumere che la legge non consente l'utilizzo dello strumento della fusione fra società in tutti i casi in cui sussiste il pericolo concreto che i creditori non vengano soddisfatti. La fusione non può essere un meccanismo con cui aggirare la protezione dei creditori. La tutela dei creditori è al centro delle attenzioni del legislatore anche nel caso particolare della fusione che fa seguito ad acquisizione con indebitamento (art. 2501-bis c.c.)<sup>24</sup>.

Infine si deve fare accennare a un caso particolare: la possibilità che il tribunale autorizzi l'attuazione della fusione, salvo – successivamente – accogliere l'opposizione dei creditori. Bisogna dire che una soluzione del genere appare improbabile nella prassi. Il tribunale difatti adotterebbe due provvedimenti che appaiono contraddittori: in un primo momento ha autorizzato la fusione, sulla base dell'assunto che essa non pregiudica i creditori; successivamente invece accoglie l'opposizione dei creditori.

---

<sup>24</sup> Sulla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento cfr. ALBANESE, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contr. impr.*, 2007, 353 ss.; ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis*, in *Trasformazione – Fusione – Scissione*, a cura di Bianchi, Milano, 2006, p. 463 ss.; BOLOGNESI, *Commento all'art. 2501-bis*, in *Commentario delle società*, a cura di Grippo, 2° vol., Torino, 2009, p. 1240 ss.; BUSANI, "Leveraged buy out", in *Notariato*, 2002, p. 512 ss.; CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alle società a responsabilità limitata*, in *Riv. not.*, 2008, p. 1029 ss.; GAETA, *Commento all'art. 2501-bis*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di Fauceglia-Schiano di Pepe, 2° vol., Torino, 2007, p. 1735 ss.; GALLETTI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 433 ss.; GIULIANO, *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Notariato*, 2007, p. 319 ss.; MARABINI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy-out legalizzato?*, in *Giur. it.*, 2006, p. 1989 ss.; MORANO, "Leveraged buy out" nelle operazioni di fusione dopo la riforma, in *Notariato*, 2005, p. 653 ss.; PETRONE, *Il "giusto equilibrio" del legislatore italiano nel dare definitivo ingresso al merger leveraged buy out (MLBO)*, in *Obbl. contr.*, 2009, p. 244 ss.; SACCHI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore: le relazioni ai sensi dell'art. 2501-bis, commi 4 e 5, c.c.*, in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2006, p. 163 ss.; SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la sua relazione con l'art. 2501-bis c.c.*, in *Società*, 2009, p. 575 ss.; SPOLIDORO, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. soc.*, 2008, p. 1035 ss.; SUPERTI FURGA, *Il merger leveraged buy-out nella prospettiva di riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, p. 25 ss.; TAMBURINI, *Commento all'art. 2501-bis*, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2007, p. 1196 s.; VICARI, *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 4° vol., Torino, 2007, p. 269 ss.

# RELAZIONI A CONVEGNI

## FUSIONE, OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

Nel caso però dovesse verificarsi una tale sequenza di eventi, si pone il problema di come i creditori possano essere tutelati. L'accoglimento dell'opposizione dei creditori, una volta che il tribunale ha autorizzato la fusione, non è più in grado di bloccare la fusione (ormai già realizzatasi con l'atto di fusione) né d'invalidare l'atto di fusione che è stato nel frattempo stipulato. Opera difatti il divieto *ex lege* di pronunciare l'invalidità: "eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata" (art. 2504-*quater*, comma 1°, c.c.). Rimane però ferma la possibilità di ottenere il risarcimento del danno: "resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione" (art. 2504-*quater*, comma 2°, c.c.)<sup>25</sup>. Il creditore che ha fatto opposizione potrebbe dunque chiedere alla società risultante dalla fusione il risarcimento del danno. Tale nocumento coincide con il suo credito. Paradossalmente però l'accoglimento della opposizione significa proprio che il tribunale riconosce che la società non è in grado di onorare il credito vantato dall'opponente. Il creditore è pertanto destinato a rimanere insoddisfatto, salvo nel caso in cui la società abbia prestato idonea garanzia per il suo soddisfacimento (ai sensi dell'art. 2445, comma 4°, c.c.).

---

<sup>25</sup> Fra i contributi che si occupano d'invalidità della fusione e di connesso risarcimento del danno cfr. anzitutto la monografia di BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, 2008. V. inoltre AFFERNI, *Invalità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. comm.*, 2009, I, p. 189 ss.; COLAVOLPE, *In tema di invalidità dell'atto di fusione*, in *Società*, 2008, p. 483 ss.; DI SARLI, *Commento all'art. 2504-*quater**, in *Trasformazione – Fusione – Scissione*, a cura di Bianchi, Milano, 2006, p. 949 ss.; GAETA, *Commento all'art. 2504-*quater**, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di Fauceglia-Schiano di Pepe, 2° vol., Torino, 2007, p. 1791 ss.; GENOVESE, *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 63 ss.; IERMANO, *Invalità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da Abbadessa-Portale, 4° vol., Torino, 2007, p. 397 ss.; PARELLA, *Art. 2504-*quater*, c.c.: dieci anni di giurisprudenza*, in *Giur. comm.*, 2003, I, p. 363 ss.; SALAFIA, *L'azione di risarcimento del danno prevista dal secondo comma dell'art. 2504-*quater* c.c.*, in *Giust. civ.*, 2000, I, p. 549 ss.; SANGIOVANNI, *Invalità della fusione e risarcimento del danno*, in *Resp. civ.*, 2010, p. 379 ss.; TAMBURINI, *Commento all'art. 2504-*quater**, in *Commentario breve al diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, Padova, 2007, p. 1209 s.; ZAGRA, *Effetti dell'iscrizione dell'atto di fusione o di scissione nel Registro delle imprese*, in *Società*, 2006, p. 1385 ss.



# LA DIRETTIVA *RECORD DATE* IN CHIAVE COMPARATISTICA (1): LA PROSPETTIVA TEDESCA

*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**

### **Prima parte: il sistema della *record date* nell'*Aktiengesetz* tedesco**

Nell'ordinamento tedesco il legislatore ha recepito, mediante un'unica legge, tanto la Direttiva 2007/36/CE (d'ora innanzi: DSHR) quanto la direttiva 2006/68/CE<sup>1</sup>. Il procedimento di attuazione è iniziato con un *Gesetzentwurf*, approvato il 5 novembre

---

<sup>1</sup> Direttiva 2006/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 6 settembre 2006, che modifica la direttiva 77/91/CE del Consiglio relativamente alla costituzione delle società per azioni nonché alla salvaguardia e alle modificazioni del loro capitale sociale, in GU L 264 del 25 settembre 2006 pp. 32 ss.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

2008 dal *Bundeskabinett*<sup>2</sup>, in seguito alla redazione in sede referente del 6 maggio 2008<sup>3</sup>, nel cui preambolo si sottolinea, fra l'altro, la volontà di migliorare e modernizzare la trasparenza e l'informazione nel procedimento assembleare, nonché il desiderio di agevolare la partecipazione e l'esercizio del diritto di voto degli azionisti alle adunanze<sup>4</sup>. Sulla base del progetto di legge in questione, in seguito alle modifiche introdotte dalla Commissione competente<sup>5</sup>, il Parlamento ha approvato la legge di recepimento il 30 luglio 2009<sup>6</sup> (ARUG).

La legge in esame si propone di soddisfare gli intendimenti del legislatore comunitario sia attuando, con riferimento alla direttiva 2006/68/CE, le più flessibili disposizioni europee concernenti la stima dei conferimenti in natura e la durata dell'autorizzazione assembleare all'acquisto di azioni proprie, nonché, con riferimento alla DSHR, quelle dirette al rafforzamento dell'informazione agli azionisti di società quotate ed all'agevolazione dell'esercizio transnazionale dei diritti sociali<sup>7</sup>.

Per quanto concerne più specificamente il sistema della *record date*, non vi sono stati mutamenti normativi di notevole rilievo, giacché la disciplina previgente dell'*Aktiengesetz* contemplava già un analogo criterio di legittimazione al voto in assemblea, introdotto dalla "legge sull'integrità delle imprese e per la modernizzazione del diritto di impugnativa" (UMAG)<sup>8</sup>, rispetto alla quale la nuova disciplina avrebbe un carattere di complementarietà.

Nella trattazione che segue si procederà, innanzitutto, con una breve illustrazione dei criteri di legittimazione all'intervento ed al voto nell'assemblea degli azionisti di società quotate secondo la disciplina antecedente all'entrata in vigore dell'UMAG, per esporre, in un secondo momento, i mutamenti normativi di rilievo da essa introdotti. Successivamente, si prenderanno in considerazione le innovazioni principali contemplate dall'ARUG e si proporranno alcune riflessioni che scaturiscono dal meccanismo della data di registrazione, così come recepito in Germania, in chiave comparatistica rispetto alla corrispondente disciplina italiana. Infine, si guarderà alla possibilità per la società

<sup>2</sup> G. BALP, *Recepimento in Germania delle direttive 2007/36/CE e 2006/68/CE*, in *Riv. soc.*, 2009, p. 211.

<sup>3</sup> V. la notizia datane in *Riv. soc.*, 2008, pp. 1206 ss.

<sup>4</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung*, p. 1, reperibile sul sito <http://dip21.bundestag.de>.

<sup>5</sup> Cfr. la *Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses* (6. Ausschusses) del 20 maggio 2009, reperibile sul sito <http://dip21.bundestag.de>.

<sup>6</sup> *Gesetz zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie (ARUG)*, il cui testo è reperibile sul sito <http://dip21.bundestag.de>.

<sup>7</sup> G. BALP, *Recepimento in Germania delle direttive 2007/36/CE e 2006/68/CE*, in *Riv. soc.*, cit., p. 211.

<sup>8</sup> *Gesetz zur Unternehmensintegrität und zur Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG)*, del 22 settembre 2005, reperibile sul sito [www.jura.uni-augsburg.de](http://www.jura.uni-augsburg.de). V. altresì la notizia datane in *Riv. soc.*, 2006, pp. 163 ss.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

per azioni quotata tedesca di conoscere in ogni momento la propria compagine azionaria, in relazione alla disciplina prevista per la tenuta del libro soci, così osservando se vi possano essere spazi per l'applicazione dell'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR, che consente allo Stato di esonerare le società quotate dall'applicazione del sistema della *record date*, qualora l'identità degli azionisti sia conoscibile alla data dell'assemblea grazie ad un registro costantemente aggiornato.

## 1. La fase preassembleare nelle società quotate

Il meccanismo della *record date* e, più in generale, la fase di organizzazione dell'attività preassembleare in tutte le società per azioni, sono disciplinati dal quarto *Abschnitt* della parte quarta del libro primo dell'*Aktiengesetz*<sup>9</sup>. In particolare, le disposizioni che concernono la convocazione dell'assemblea e le condizioni a cui è subordinato l'esercizio dell'intervento e del voto da parte degli azionisti sono contenute nel § 123 *AktG*, inizialmente rubricato "*Einberufungsfrist*".

### 1.1. La legittimazione all'intervento ed al voto fino al 2005: *Hinterlegung ed Anmeldung*

Nella vigenza dell'*Aktiengesetz* anteriormente alla riforma intervenuta con l'UMAG, l'assemblea generale degli azionisti delle società per azioni, senza una specifica distinzione fra società quotate e non quotate, deve essere convocata, come in Italia<sup>10</sup>, almeno un mese prima rispetto alla data alla quale essa ha luogo<sup>11</sup>. Al pari di quanto previsto nel nostro ordinamento dall'art. 2370 c.c. a partire dalla riforma del 2003, non vi sono previsioni legislative dirette ad imporre, come condizione per la partecipazione all'assemblea, il deposito preventivo delle azioni e la questione è lasciata alla discrezionalità dello statuto. Esso, tuttavia, pur potendo subordinare l'esercizio dei diritti di intervento e di voto al deposito delle azioni entro un certo termine, non può impedire, salvo la perdita di tali diritti, l'alienazione della partecipazione nel periodo intercorrente fra la

<sup>9</sup> Il testo di legge, nella formulazione originaria, è stato adottato il 6 settembre 1965 ed è entrato in vigore il 1 gennaio 1966.

<sup>10</sup> Cfr. l'art. 125-*bis* del TUF, in seguito al recepimento della DSHR.

<sup>11</sup> § 123 Abs. 1 *AktG*, per cui "*die Hauptversammlung ist mindestens einen Monat vor dem Tage der Versammlung einzuberufen*". La dottrina ha osservato che né il giorno della convocazione (*Einberufungstag*) né quello in cui si tiene l'assemblea (*Versammlungstag*) sono ricompresi nell'intervallo mensile. Sul punto cfr. W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, in *AktG Großkommentar*, diretto da J. Hopt e H. Wiedemann, 1993, p. 51, n. 3. Conforme anche la dottrina meno recente, fra cui A. HUECK, *Kommentar sub. § 123 AktG*, in *Aktiengesetz*, fondato da A. Baumbach, 1968, I, p. 402, n. 2; S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 123 AktG*, fondato da R. F. Von Godin e H. Wilhelmi, 1971, I, p. 700, che precisano che l'autonomia statutaria può soltanto prolungare il termine per la convocazione delle assemblee, ma non abbreviarlo.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

data del deposito e quella dell'assemblea (c.d. blocco delle azioni), dal momento che la lettera del § 123 *AktG* non contempla esplicitamente questa facoltà<sup>12</sup>.

Nel caso in cui lo statuto nulla preveda, gli azionisti titolari di azioni al portatore (*Inhaberaktien*) si legittimano in assemblea mediante l'esibizione dei titoli azionari e la legittimazione fondata sul possesso del titolo può essere contestata dalla società soltanto qualora essa sia in grado di provare il difetto di titolarità.

Allo stesso tempo, gli azionisti titolari di azioni nominative (*Namensaktien*) sono legittimati all'intervento ed al voto sulla base delle risultanze dell'*Aktienregister*. L'emittente ha facoltà di opporsi ad esse soltanto attraverso un procedimento specifico diretto alla loro rettificazione, la quale può avvenire unicamente dopo che la società, avendo comunicato agli interessati alla partecipazione assembleare la contestazione della loro legittimazione, non riceva obiezioni una volta decorso il termine ad essi concesso per fare opposizione<sup>13</sup>.

Diversamente dal nostro ordinamento, in cui l'art. 2370 c.c. impone e, dopo la novella del 2003, permette agli statuti di prevedere una sola condizione a cui subordinare la partecipazione assembleare, consistente nel deposito dei titoli azionari antecedentemente alla data dell'adunanza (che, nelle società quotate, corrisponde alla comunicazione dell'intermediario), lo statuto delle società per azioni tedesche può contemplare due oneri diversi: il deposito dei titoli (*Hinterlegung*) e l'iscrizione preventiva (*Anmeldung*) all'evento assembleare. Il § 123 *Abs. 2 S. 1 AktG*, infatti, prevede che “*die Satzung kann die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die Ausübung des Stimmrechts davon abhängig machen, daß die Aktien bis zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Versammlung hinterlegt werden, ferner davon, daß sich die Aktionäre vor der Versammlung anmelden*”<sup>14</sup>.

A livello teorico, lo statuto potrebbe imporre il deposito e l'iscrizione disgiuntamente oppure congiuntamente<sup>15</sup>, ma nella prassi si riscontra la previsione del solo deposito per le azioni al portatore e della sola iscrizione per quelle nominative. Inoltre, ai sensi del § 123 *Abs. 2 S. 2 AktG*, “*sieht die Satzung eine solche Bestimmung vor, so tritt*

<sup>12</sup> Si noti che, diversamente, l'art. 2370 c.c. italiano, nella formulazione successiva alla riforma del 2003, stabilisce esplicitamente che “*lo statuto può richiedere il preventivo deposito delle azioni o della relativa certificazione [...], eventualmente prevedendo che non possano essere ritirate prima che l'assemblea abbia avuto luogo*”.

<sup>13</sup> Cfr. W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., pp. 56-57, nn. 24 ss.; S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 703. Sul ruolo dell'*Aktienregister*, nonché sull'ampiezza della sua portata legittimante ed informativa, si tornerà più ampiamente in seguito (parr. 1.2. e 4).

<sup>14</sup> Cfr. S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 704, il quale sottolinea che l'azionista che non ottempera ad una o ad entrambe queste incombenze non avrà diritto di partecipare all'assemblea.

<sup>15</sup> A. HUECK, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., pp. 403-404, n. 3.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

*für die Berechnung der Einberufungsfrist an die Stelle des Tages der Versammlung der Tag, bis zu dessen Ablauf die Aktien zu hinterlegen sind oder sich die Aktionäre vor der Versammlung anmelden müssen*". A differenza di quanto avveniva con il deposito preventivo in Italia, entrambi gli oneri menzionati influenzano la data di convocazione dell'assemblea, dal momento che i trenta giorni antecedenti al suo svolgimento devono decorrere, a ritroso, non dal giorno in cui si terrà l'adunanza, ma da quello fissato dallo statuto come termine per il deposito o l'iscrizione.

Il legislatore tedesco ha voluto porre dei limiti all'autonomia statutaria, dal momento che, se è vero che il deposito preventivo e l'iscrizione sono certamente strumenti che consentono alla società di essere informata tempestivamente su quali saranno gli azionisti che parteciperanno all'assemblea e di preparare così in modo più adeguato l'evento societario, è anche vero che occorre evitare che la procedura preassembleare sia inutilmente aggravata attraverso la previsione di incombenze che devono essere adempiute con eccessivo anticipo da parte degli azionisti desiderosi di partecipare all'adunanza. L'esigenza di questo bilanciamento è proprio la *ratio* sulla quale si fonda la regola per cui il termine per il deposito delle azioni non può eccedere i dieci giorni antecedenti l'assemblea e quella in base alla quale la scadenza per l'iscrizione all'adunanza non può essere fissata oltre il terzo giorno antecedente a quest'ultima<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup>Cfr. il § 123 Abs. 3 S. 1 AktG: "*Hängt nach der Satzung die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die Ausübung des Stimmrechts davon ab, daß die Aktien bis zu einem bestimmten Zeitpunkt vor der Versammlung hinterlegt werden, so genügt es, wenn sie nicht später als am zehnten Tag vor der Versammlung hinterlegt werden*". V. anche il § 123 Abs. 4 AktG: "*Hängt nach der Satzung die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die Ausübung des Stimmrechts davon ab, daß sich die Aktionäre vor der Versammlung anmelden, so genügt es, wenn sie nicht später als am dritten Tag vor der Versammlung anmelden*".

La criticità principale sollevata dalla dottrina con riferimento a queste norme riguarda il computo dei termini e, in particolare, la possibilità che il decimo giorno (per il deposito) od il terzo (per l'iscrizione) precedenti l'assemblea cadano di sabato, di domenica o in un giorno festivo. La prassi statutaria risolve normalmente la questione alla radice, stabilendo la fissazione di questi termini in giorni lavorativi. Nel silenzio dello statuto, ci si è chiesti se la data fissata per il deposito o l'iscrizione debba essere anticipata al primo giorno lavorativo precedente quello festivo piuttosto che posticipata a quello immediatamente successivo. La dottrina maggioritaria ritiene che, in considerazione della funzione organizzativa che il deposito preventivo e l'iscrizione intendono soddisfare, a favore della società, la scadenza per l'adempimento di questi oneri da parte degli azionisti debba essere anticipata al primo giorno lavorativo antecedente al termine previsto dallo statuto, anche se in tal modo potrebbe essere pregiudicata la regola per cui il deposito e l'iscrizione non possono eccedere rispettivamente il decimo ed il terzo giorno precedente la data alla quale è fissato l'evento assembleare. Questa soluzione viene sostenuta dall'applicazione, nel nostro caso a ritroso rispetto al giorno in cui si tiene l'assemblea, della regola contenuta nel § 193 BGB, per cui "*ist an einem bestimmten Tag oder innerhalb einer Frist eine Willenserklärung abzugeben oder eine Leistung zu bewirken und fällt der bestimmte Tag oder der letzte*

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Approfondendo la riflessione sul deposito preventivo, esso può essere contemplato dallo statuto sia nel caso di azioni al portatore che nel caso di azioni nominative, anche se la sua funzione tipica, ovvero la costituzione di una prova della qualità di azionista, lo rende maggiormente adatto per l'ipotesi di azioni al portatore, giacché i titolari di azioni nominative sono già legittimati secondo le risultanze del libro soci. Nel corso del tempo si è sempre più diffusa la prassi di sostituire il deposito delle azioni propriamente detto con il più semplice deposito di un certificato, mediante il quale il depositario, anche straniero, attesta che le azioni sono conservate presso di lui e rimarranno indisponibili fino al termine dell'assemblea<sup>17</sup>, salvo che il socio rinunci a parteciparvi, nel qual caso esse gli saranno restituite dietro consegna del certificato di deposito<sup>18</sup>. Tale meccanismo è ormai il più diffuso, in seguito all'adesione delle società per azioni al regime di dematerializzazione<sup>19</sup>.

---

*Tag der Frist auf einen Sonntag, einen am Erklärungs- oder Leistungsorte staatlich anerkannten allgemeinen Feiertag oder einen Sonnabend, so tritt an die Stelle eines solchen Tages der nächste Werktag” Cfr. sul punto W. WERNER, Kommentar sub. § 123 AktG, cit., pp. 52-53, nn. 9 ss.; S. WILHELMI, Kommentar sub. § 123 AktG, cit., p. 701; A. HUECK, Kommentar sub. § 123 AktG, cit., p. 403, n. 4; H. DIEKMANN, Namensaktien bei Publikumsgesellschaften, in BB, 1999, V, p. 1989. Il dubbio interpretativo, come si vedrà, sarà risolto da due interventi del legislatore, in occasione dell'UMAG e dell'ARUG.*

<sup>17</sup>W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 61, n. 43.

<sup>18</sup>S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 702.

<sup>19</sup>Sul punto si deve brevemente ricordare che in Germania la dematerializzazione in senso debole del titolo (dematerializzazione della circolazione) è in vigore fin dal *Gesetz über die Verwahrung und Anschaffung von Wertpapieren (DepotG)*, del 4 febbraio 1937, la cui ultima novella risale all'11 gennaio 1995. Essa consiste in un sistema in cui i titoli azionari, pur fisicamente esistenti e nella disponibilità degli azionisti, vengono tuttavia sottratti alla loro funzione legittimante e circolatoria, per essere accentrati in deposito cumulativo presso apposite società di gestione, ove i titoli azionari possono essere amministrati per specie e quantità e quindi registrati su conti tenuti con modalità informatiche tali da permettere una pluralità di operazioni di scambio tra aderenti al sistema, senza la fisica consegna dei titoli e senza, dunque, necessità di annotazioni sugli stessi. In sintesi, la smaterializzazione riguarda il passaggio dalla circolazione dei titoli mediante *traditio* a quella mediante giroconto, per tramite del sistema bancario. Il deposito bancario può essere di due specie: a “dossier” (*Sonderdepot*), ove si assiste alla custodia di un pacco o fascicolo di titoli di credito altrui, con un'indicazione che dall'esterno rende individuabile il depositante, o cumulativo (*Sammeldepot* o *Sammelverwahrung*), in cui i titoli non vengono divisi secondo il proprietario, ma secondo il tipo. Quest'ultimo, in particolare, può essere gestito direttamente dalla banca depositaria, nel qual caso si parla di *Haussammelverwahrung*, ovvero da banche subdepositarie in forma accentrata (*Wertpapiersammelbanken*), alla quale ipotesi ci si riferisce con il termine *Girosammelverwahrung*. La *Wertpapiersammelbank* (letteralmente: banca per il deposito cumulativo) costituisce un importante esempio di come si esplica il fenomeno della dematerializzazione o smaterializzazione della circolazione, in opposizione alla de-

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Al fine dell'esercizio del diritto di voto, una volta assolto l'onere del deposito, le azioni non sono più disponibili fino al termine dell'assemblea<sup>20</sup>. Per quanto concerne il luogo del deposito, il § 123 Abs. 3 S. 2 AktG prevede che “*die Hinterlegung bei einem Notar oder bei einer Wertpapiersammelbank ist ausreichend*”. Ciò comporta la facoltà,

---

materializzazione totale o smaterializzazione del titolo di credito (per una distinzione fra i due termini, v. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, 2007, p. 188; R. LENER, *La “dematerializzazione” dei titoli azionari e il sistema della Monte Titoli*, 1989, p. 20; P. SPADA, *Titoli di credito (1977-1986)*, in *Riv. dir. civ.*, 1986, II, p. 626.; G. PARTESOTTI, *Profili cartolari del sistema monte titoli*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1987, I, p. 606): essa, aprendo conti intestati agli aderenti, che possono essere soltanto altre banche, per ciascuna tipologia di titoli, ne consente la movimentazione, tra gli appartenenti al sistema, mediante semplici operazioni di giroconto, così sottraendoli alla disciplina di circolazione secondo la tecnica cartolare. Nel 1972, infine, vi è stata una novella del *DepotG*, con cui è stato riconosciuto il “titolo globale” (*Sammelurkunde*): si tratta di un certificato azionario di grosso taglio che consente di unificare in un unico titolo i vari certificati emessi dagli emittenti e depositati nelle *Wertpapiersammelbanken*. Per un approfondimento sulla nascita e lo sviluppo di questa prima forma di dematerializzazione, v. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., pp. 185 ss.; F. GIORGIANNI, *I crediti disponibili*, 1974, pp. 60 ss.

La transizione dalla dematerializzazione in senso debole (o della circolazione) alla dematerializzazione in senso forte (o del titolo), al contrario, non sembra concretamente prossima, giacché in Germania è opinione diffusa che, là dove la gestione accentrata non abbia ad oggetto titoli fisicamente emessi, non possa trovare applicazione la tutela mobiliare degli acquisti (al contrario, giova notare che, con specifico riferimento alla circolazione degli strumenti finanziari dematerializzati, tale tutela è sempre stata riconosciuta nel nostro ordinamento dall'art. 32 del Decreto Euro, che, con l'approvazione del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, è stato abrogato, mentre il suo contenuto è stato interamente trasposto nell'art. 83-*quinquies* del TUF). In realtà, nel 1994, attraverso la *Gesetz für kleine Aktiengesellschaften und zur Deregulierung des Aktienrechts*, successivamente modificata nel 1998, il legislatore tedesco ha novellato il § 10 AktG, per cui “*in der Satzung kann der Anspruch des Aktionärs auf Verbriefung eines Anteils ausgeschlossen oder eingeschränkt werden*”. Ciò significa che la pretesa dell'azionista a che gli siano rilasciati i titoli relativi alla sua partecipazione può essere esclusa o limitata. Sembra quindi che sia stato posto un primo tassello verso la smaterializzazione totale delle azioni, nonostante le perplessità ed i dubbi interpretativi che ancora oggi occupano il dibattito dottrinale (per un approfondimento ed una disamina delle problematiche connesse all'introduzione della dematerializzazione in senso forte in Germania, v. N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., pp. 210 ss. Cfr. altresì K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, 2006, pp. 91 ss., reperibile sul sito della *Deutsche Nationale Bibliothek*, <http://deposit.ddb.de>).

<sup>20</sup>Cfr. W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 59, nn. 34 ss., ove si precisa che “*die Hinterlegung erfordert dann nur, daß die Aktie gesperrt und damit der tatsächlichen Verfügungsgewalt des Aktionärs entzogen wird*”; A. HUECK, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 403, n. 5.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

per lo statuto, di scegliere il luogo in cui il deposito deve essere effettuato: la stessa società, un istituto di credito da essa individuato, lo studio di un notaio od una *Wertpapiersammelbank*.

Qualora lo statuto preveda un obbligo di deposito preventivo delle azioni, ma non specifichi il termine entro il quale esso deve avvenire, oppure contempli un termine eccedente quello di dieci giorni stabilito dalla legge, si deve ritenere che la previsione sia nulla. Il § 123 *AktG*, infatti, ammette questo criterio di legittimazione statutario soltanto in relazione ad un termine specifico fissato dallo statuto stesso, non avendo i dieci giorni massimi contemplati dalla norma richiamata una funzione suppletiva o correttiva rispetto a previsioni statutarie mancanti od illegittime<sup>21</sup> e non potendosi soccorrere ad esse mediante singole previsioni di volta in volta contenute nell'avviso di convocazione.

Sul certificato rilasciato dal depositario, costituente la prova dell'avvenuto deposito, è indicato il numero di azioni depositate e, in caso di azioni di specie diversa, il numero di azioni per ciascuna specie. Tale certificato deve essere esibito dall'azionista al momento dell'assemblea od anche in anticipo rispetto all'adunanza, qualora lo statuto disponga in tal senso.

Per concludere la trattazione del deposito preventivo, si deve ancora riflettere su ciò che accade quando l'azionista che ha depositato la propria partecipazione, così da poter intervenire e votare in assemblea, decida di alienarla prima che quest'ultima abbia luogo. In siffatta ipotesi, l'alienazione della partecipazione in pendenza del termine è certamente possibile, non tollerando il sistema tedesco ipotesi di blocco, ma ad essa consegue una scissione fra la legittimazione formale dell'azionista alla partecipazione all'adunanza nei confronti della società, che permane in forza dell'adempimento dell'onere del deposito preventivo, e la legittimazione sostanziale, che deve essere negata e ritenuta prevalente sulla prima. Infatti, qualora l'*ex socio* approfittasse della sua posizione giuridica formale, sarebbe addirittura integrata una fattispecie contravvenzionale (*Ordnungswidrigkeit*), come previsto dal § 405 *Abs. 3 Nr. 1 AktG*, per cui "*Ordnungswidrigkeit handelt ferner, wer [...] Aktien eines anderen, zu dessen Vertretung er nicht befugt ist, ohne dessen Einwilligung zur Ausübung von Rechten in der Hauptversammlung oder in einer gesonderten Versammlung benutzt*". L'unico caso in cui l'intervento ed il voto in capo al vecchio socio devono ritenersi ammessi è dato dal rilascio di una delega da parte del cessionario della partecipazione. Questa previsione, tuttavia, è di difficile attuazione nelle società quotate, dove le modalità con cui avvengono i trasferimenti azionari non consentono di mettere in relazione volta per volta il cedente ed il

<sup>21</sup>W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 61, n. 44.



# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

cessionario e, di conseguenza, stipulare patti relativi all'esercizio del voto in assemblea<sup>22</sup>.

Parallelamente, si deve riconoscere il diritto dell'acquirente di partecipare e votare in assemblea anche se ha acquistato le azioni successivamente alla data del deposito, purché sia in grado di dimostrare il trasferimento della titolarità sulle stesse. Peraltro, data la ristrettezza del periodo che separa il giorno del deposito e quello dell'assemblea, non si può ignorare l'astrattezza di questa ipotesi<sup>23</sup>.

Passando ora all'onere che più rimarca la diversità di disciplina fra l'ordinamento tedesco e quello italiano, l'*Anmeldung*, si deve innanzitutto ricordare che esso è diretto, da un lato, a consentire all'emittente di conoscere i nominativi dei partecipanti all'adunanza con sufficiente anticipo, così da avere la possibilità di organizzare l'evento societario, dall'altro, a permettere la correzione di eventuali incompletezze materiali o lacune delle scritturazioni contenute nel libro soci.

In realtà, è stato osservato che l'iscrizione non costituisce un vero e proprio criterio legittimante, giacché, essendo ammessa soltanto in relazione alle azioni nominative, la legittimazione degli azionisti non può che fondarsi sulle risultanze del libro soci. L'iscrizione si risolve in una dichiarazione dell'azionista, presso la società od il diverso soggetto indicato nello statuto o nell'avviso di convocazione, che si traduce nella manifestazione della sua volontà di partecipare all'assemblea. Lo statuto può richiedere che il socio indichi il numero delle azioni detenute in relazione alle quali intende esprimere il proprio voto<sup>24</sup>. Ciò significa che l'azionista può decidere di non iscriversi per quella parte delle azioni con riferimento alla quale non intende votare. In altre parole, l'iscrizione costituirebbe uno strumento di determinazione dell'incidenza del voto in proporzione alla partecipazione di cui il socio è titolare.

Il § 123 *AktG* non prescrive una forma specifica per l'iscrizione, che può quindi avvenire anche in modo informale, oralmente o telefonicamente, ma è possibile che lo statuto imponga la forma scritta, vuoi per ragioni attinenti alla prova dell'adempimento dell'onere, vuoi per motivi di facilitazione della preparazione dell'evento assembleare. Diversamente da quanto affermato in relazione all'obbligo di deposito preventivo, non è richiesta una specifica disposizione statutaria sulla fissazione del termine per l'iscrizione. Ciò significa che, una volta che lo statuto impone in via generale l'iscrizione come requisito per la partecipazione assembleare, il termine entro il quale essa deve essere effettuata può essere stabilito direttamente nel singolo avviso di convocazione, purché sia

---

<sup>22</sup> Con riferimento all'ipotesi di azioni nominative, il fatto che, accanto alla legittimazione formale, data dall'esibizione del certificato di deposito, il vecchio socio vanti altresì l'iscrizione nel registro degli azionisti, non pare costituire una deroga al principio appena enunciato.

<sup>23</sup> W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 63, nn. 49 ss.

<sup>24</sup> Parimenti, lo statuto può esigere che l'azionista titolare di diversi tipi di azioni indichi con quante azioni di ciascun tipo intende esprimere il proprio voto.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

rispettato il limite temporale di tre giorni antecedenti l'assemblea di cui al § 123 *Abs.* 4 *AktG*<sup>25</sup>.

Giova sottolineare che il deposito preventivo e l'iscrizione sono le uniche condizioni alle quali lo statuto può subordinare l'esercizio dei diritti di intervento e di voto in assemblea. Detto altrimenti, non sono ammissibili diversi ed ulteriori oneri nei confronti degli azionisti, dal momento che avrebbero l'effetto di aggravare inutilmente il procedimento preassembleare di legittimazione dei soci. Al contempo, si deve ritenere ammissibile la previsione statutaria di condizioni meno gravose, essendo esse in linea con l'atteggiamento di favore espresso dal legislatore tedesco nei confronti di un alleggerimento della procedura, il quale si evince dal fatto che il deposito preventivo delle azioni, così come l'iscrizione degli azionisti, hanno luogo solo se previsti espressamente dallo statuto. Tuttavia, è necessario che la previsione di condizioni più flessibili non rischi di consentire l'esercizio del voto anche a soggetti non legittimati, il che potrebbe verificarsi soprattutto in presenza di varie tipologie di azioni<sup>26</sup>.

In merito alla verifica della sussistenza del diritto all'intervento ed all'esercizio del voto, ci si è chiesti quale sia il soggetto tenuto a compierla e sono state suggerite due diverse soluzioni in merito. Una prima tesi ritiene che le condizioni affinché un socio possa partecipare e votare in adunanza debbano essere valutate dall'assemblea degli azionisti nel suo complesso, mediante una votazione preliminare alla discussione delle materie all'ordine del giorno, mentre un'altra tesi è del parere che tale controllo spetti unicamente al soggetto che svolge le funzioni di presidente dell'assemblea<sup>27</sup>. Quest'ultimo orientamento appare più convincente, giacché, qualora si accogliesse la prima interpretazione, vi sarebbe il problema di stabilire se il socio di cui si discute possa partecipare alla votazione. Inoltre, si correrebbe il rischio che l'assemblea, nell'assumere una decisione, non venga guidata da considerazioni prettamente giuridiche, ma segua valutazioni contingenti e legate all'esigenza di raggiungere i voti necessari per l'approvazione di una certa deliberazione nel caso concreto, il che porterebbe ad escludere piuttosto che ad ammettere il socio in questione<sup>28</sup>.

Da ultimo, si deve segnalare che i termini massimi antecedenti l'assemblea fissati dal § 123 *AktG* per il deposito preventivo delle azioni e l'iscrizione degli azionisti –

<sup>25</sup> W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., pp. 64-65, nn. 55 ss.

<sup>26</sup> Sul punto v. W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 67, n. 64, ove si osserva che “[...] wird man solche Erleichterungen allenfalls für die Teilnahmevoraussetzungen, nicht dagegen für die Ausübung des Stimmrechts zulassen dürfen”.

<sup>27</sup> S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 703; A. HUECK, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 404, n. 4, in cui si sottolinea che l'ampiezza della problematica in questione è comunque limitata, dal momento che essa viene in rilievo soltanto qualora lo statuto non abbia disposto diversamente, prevedendo in modo esplicito quale sia il soggetto che deve compiere questa verifica.

<sup>28</sup> W. WERNER, *Kommentar sub. § 123 AktG*, cit., p. 67, nn. 65 ss.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

rispettivamente di dieci e tre giorni – sono stati unificati a sette giorni nel 2001 dall'art. 8 della *NaStraG* (*Gesetz zur Namensaktie und zur Erleichterung der Stimmrechtsausübung*)<sup>29</sup>, in vista di una semplificazione della procedura preassembleare.

## 1.2. L'introduzione della *record date* con l'UMAG

Se si eccettua l'intervento compiuto dalla *NaStraG* appena richiamato, il § 123 *AktG* ha conservato la sua formulazione originaria fino al 2005, quando è entrata in vigore l'UMAG, che ha profondamente modificato le regole per la legittimazione degli azionisti in assemblea, introducendo nell'ordinamento tedesco il sistema della *record date*.

È curioso osservare che il motivo principale che ha indotto il legislatore tedesco ad introdurre questo nuovo criterio di legittimazione per le società quotate è analogo a quello che spingerà il legislatore comunitario, due anni dopo, ad imporre lo stesso modello in tutti gli Stati membri: l'esigenza di assicurare l'effettività del diritto degli azionisti, soprattutto stranieri, di intervenire e votare in adunanza, attraverso la semplificazione della procedura preassembleare. Al fine di comprendere le modalità con cui si attua il meccanismo della data di registrazione, occorre tenere in considerazione lo svolgimento dei lavori preparatori che hanno condotto all'approvazione di questa legge.

Leggendo la relazione di accompagnamento al progetto di legge presentato dal Governo, si nota che le esigenze di un intervento sul sistema di legittimazione dei soci nascono dalla considerazione che la previsione statutaria del deposito preventivo dei titoli come condizione per la partecipazione assembleare può indurre gli investitori stranieri ad incomprensioni terminologiche potenzialmente in grado di rendere svantaggioso l'acquisto di azioni di società tedesche. Difatti, la parola “*Hinterlegung*” viene spesso fraintesa nel senso che l'alienazione delle azioni sarebbe preclusa durante tutto il periodo che intercorre fra la data del deposito e quella di svolgimento dell'assemblea, indipendentemente dall'effettivo esercizio dei diritti di intervento e di voto. In altre parole, il concetto di deposito preventivo sarebbe suscettibile di essere confuso con quello del blocco dei titoli, per cui, una volta depositate le azioni, l'eventuale volontà del socio di trasferire la propria partecipazione non potrebbe essere soddisfatta, nemmeno qualora il socio stesso fosse disposto a rinunciare a partecipare all'assemblea in funzione della quale il deposito dei titoli è avvenuto. In tal modo, agli occhi dell'investitore internazionale, l'esercizio dei diritti di intervento e di voto si tradurrebbe in una limitazione della propria libertà nelle scelte di investimento<sup>30</sup>.

<sup>29</sup> V. sul punto C. GOEDECKE – F. HEUSER, *NaStraG: Erster Schritt zur Öffnung des Aktienrechts für moderne Kommunikationstechniken*, in *BB*, 2001, I, p. 372.

<sup>30</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), reperibile sul sito [www.jura.uni-augsburg.de](http://www.jura.uni-augsburg.de), p. 26.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Si deve aggiungere che, anche nell'ipotesi in cui non avesse luogo questo errore interpretativo del § 123 *AktG* - nel senso che l'azionista è consapevole che il deposito preventivo non determina di per sé il blocco dei titoli, ma essi rimangono senz'altro cedibili in ogni momento, salvo la perdita della legittimazione all'intervento ed al voto - si avrebbe un notevole effetto negativo. Difatti, i principali investitori di società quotate, che acquistano e vendono azioni sul mercato borsistico con continuità, difficilmente potrebbero essere presenti in assemblea, giacché l'interesse allo smobilizzo della partecipazione in vista di un investimento più profittevole, anche successivamente al deposito dei titoli, prevarrebbe sull'interesse all'esercizio del diritto di voto. Ne deriverebbe un livello di presenze nelle adunanze tendenzialmente piuttosto basso, con tutte le conseguenze sfavorevoli a cui può portare una scarsa partecipazione alla vita societaria ed un ridotto controllo sull'attività degli organi amministrativi<sup>31</sup>.

Queste considerazioni, peraltro, non presentano alcun carattere di novità, giacché la minore attrattiva delle società per azioni tedesche il cui statuto contempla un obbligo di deposito preventivo dei titoli da parte degli azionisti è già da tempo riscontrata nel mondo economico. Per questo motivo, anche con riferimento alle azioni al portatore, come già osservato, sono ormai poche le società tedesche che richiedono il deposito materiale dei titoli, ritenendo sufficiente l'iscrizione preventiva dell'azionista accompagnata dalla presentazione di un certificato rilasciato dal depositario, il quale attesta la conservazione delle azioni presso di lui<sup>32</sup>. Per quanto attiene più specificamente alle società quotate, si deve rilevare che molte di esse hanno esercitato la facoltà offerta dal § 10 *Abs. 5 AktG* di non emettere titoli azionari in forma cartolare<sup>33</sup>, così che la questione del deposito preventivo materiale dei titoli non si pone *ab origine*<sup>34</sup>. Di conseguenza, si deve concludere che la riformulazione del § 123 *AktG* nel senso che non è più ammessa la *Hinterlegung* come condizione di partecipazione alle adunanze si limiterebbe a recepire una situazione sostanziale anticipata dalla prassi ed ormai pienamente consolidata<sup>35</sup>.

<sup>31</sup> V. sul punto il commento del *Bundesverband der Deutschen Industrie*, reperibile sul sito [www.jura.uni-augsburg.de](http://www.jura.uni-augsburg.de), ove si accoglie favorevolmente l'introduzione del meccanismo della *record date* e si sottolinea proprio la sua capacità di innalzare il livello di partecipazione nelle assemblee delle società. Cfr. anche le prime osservazioni del *Deutscher Anwaltverein* al progetto di legge (2004), reperibili sul medesimo sito, p. 7 (5).

<sup>32</sup> T. KUTHE, *Die Fortsetzung der Aktienrechtsreform durch den Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, in *BB*, 2004, I, p. 451.

<sup>33</sup> V. più ampiamente la digressione contenuta in nota 19.

<sup>34</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., pp. 26-27. V. anche il commento della *Deutsche Schutzvereinigung für Wertpapierbesitz (DSW)*, p. 3, reperibile sul sito [www.jura.uni-augsburg.de](http://www.jura.uni-augsburg.de).

<sup>35</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., pp. 26-27. V. anche il commento del *Deutsches Aktieninstitut*, p. 4, reperibile sul sito [www.jura.uni-augsburg.de](http://www.jura.uni-augsburg.de), nonché le prime osservazioni del *Deutscher Anwaltverein*, cit., p. 6 (1).

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Alla luce di quanto finora esposto, il legislatore tedesco ha modificato il § 123 *AktG*, prevedendo, in via generale, l'*Anmeldung* come unico onere a cui la partecipazione assembleare può essere subordinata ad opera dello statuto delle società per azioni, nonché dettando una disciplina specifica per le società che hanno emesso azioni al portatore, a seconda che siano o non siano quotate in borsa.

Iniziando l'analisi della disposizione con la disciplina generale, una volta soppresso ogni riferimento alla *Hinterlegung*, si è voluto garantire un equo bilanciamento fra l'interesse della società a conoscere con un certo anticipo l'identità dei soggetti che parteciperanno all'adunanza, così da poter organizzare meglio l'evento, e l'interesse degli azionisti a non essere pregiudicati dall'adempimento di oneri eccessivi per potervi aderire. In considerazione di questo obiettivo, da un lato, si è previsto che lo statuto continui ad avere la facoltà di subordinare l'esercizio dell'intervento e del voto in assemblea all'iscrizione preventiva degli interessati e, dall'altro, si sono posti dei limiti a tale facoltà<sup>36</sup>. Questo bilanciamento di interessi è evidente se si considera il dato normativo: il § 123 *Abs. 2 S. 1 AktG* dispone che “*die Satzung kann die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die Ausübung des Stimmrechts davon abhängig machen, dass die Aktionäre sich vor der Versammlung anmelden*”. D'altro canto, il § 123 *Abs. 2 S. 3 AktG* aggiunge che “*die Anmeldung muss der Gesellschaft unter der in der Einberufung hierfür mitgeteilten Adresse bis spätestens am siebten Tage vor der Versammlung zugehen, soweit die Satzung keine kürzere Frist vorsieht*”<sup>37</sup>. Pertanto, pur potendo l'autonomia statutaria continuare ad imporre agli azionisti un obbligo di iscrizione preventiva all'assemblea, tale obbligo non può eccedere i sette giorni precedenti la data dell'adunanza. Inoltre, sempre in continuità con la formulazione del § 123 *AktG* precedente alla riforma, la previsione del termine minimo di trenta giorni fra la data della pubblicazione dell'avviso di convocazione e quella alla quale l'assemblea avrà luogo, di cui al § 123 *Abs. 1 AktG*<sup>38</sup>, ha lo scopo non solo di consentire ai soci di essere informati dell'indizione dell'adunanza per tempo, in modo da potersi organizzare per parteciparvi, ma anche di favorire la loro riflessione in merito all'opportunità di sollecitare chiarimenti od integrazioni dell'ordine del giorno, così da intervenire ed esercitare il voto con piena cognizio-

<sup>36</sup> L'esigenza di tutelare entrambi questi interessi traspare dal *Gesetzesentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 27.

<sup>37</sup> Il termine di sette giorni, peraltro, non ha ricevuto unanime consenso fra i commentatori, per cui cfr. la *Stellungnahme* del *Bundesverband der Deutschen Industrie*, cit., in cui si osserva che “*jedoch ist die vorgesehene Frist von 7 Tagen für große Publikumsgesellschaften zu kurz und sollte daher verlängert werden. Andernfalls würden viele Anmeldungen erst wenige Tage vor der HV der Gesellschaft zugehen. Sie hätten dann noch weniger Zeit für die Vorbereitung der HV*”.

<sup>38</sup> Si noti che il termine minimo per la convocazione dell'assemblea è passato da un mese a trenta giorni antecedenti la data in cui essa è fissata proprio in seguito ad una novella del § 123 *Abs. 1 AktG* intervenuta con la UMAG.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

ne di causa, in linea con gli obiettivi della DSHR. Pertanto, al fine di evitare che tale termine sia di fatto compresso attraverso la previsione dell'*Anmeldung*, la quale ha l'effetto di anticipare il momento entro cui l'azionista deve decidere se partecipare all'assemblea, esso deve essere computato a ritroso a partire dal giorno fissato per l'iscrizione preventiva, se prevista, e non dal giorno in cui si tiene l'adunanza.

Proseguendo con l'illustrazione della riforma introdotta dall'UMAG, è necessario tracciare una distinzione fra la disciplina prevista per le società che hanno emesso azioni al portatore e quella contemplata per le società che hanno emesso azioni nominative.

Partendo dalla prima, si deve notare, innanzitutto, che l'unica eccezione alla soppressione della *Hinterlegung* come criterio di legittimazione è prevista proprio a favore delle società per azioni non quotate che hanno emesso azioni al portatore, le quali sono libere di prevedere, per via statutaria, il criterio che ritengono più opportuno, compreso il deposito preventivo dei titoli. Dispone in merito il § 123 *Abs. 3 S. 1 AktG*, per cui “*bei Inhaberaktien kann die Satzung bestimmen, wie die Berechtigung zur Teilnahme an der Hauptversammlung oder zur Ausübung des Stimmrechts nachzuweisen ist [...]*”. Questa deroga alla regola generale si giustifica con la volontà di mantenere una discrezionalità statutaria più ampia per le società di piccole dimensioni e le cui azioni, che non sono collocate su un mercato regolamentato, non sono di regola gestite da un depositario<sup>39</sup>.

---

<sup>39</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 27, in cui si osserva che “*dies mag bei kleinen Aktiengesellschaften oder bei Paketbesitz, der nicht zur Börse zugelassen und nicht in ein Depot eingebucht ist, sogar sinnvoll sein*”. Giova precisare che, nella formulazione definitiva della legge, è stato soppresso un limite alla libertà statutaria che era stato proposto durante i lavori preparatori e che si traduceva nella previsione generale che la certificazione fornita dall'intermediario – con cui si attestava la titolarità della partecipazione azionaria – fosse in ogni caso sufficiente al fine della legittimazione del socio all'intervento ed al voto, salvo il diritto della società di richiedere documenti ulteriori per la verifica della legittimazione nel caso sospettasse che la certificazione prodotta fosse falsa o falsificata. Cfr. sul punto il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., pp. 27-28 e, in merito all'importanza di una previsione statutaria che imponga un'integrazione della prova della legittimazione quando sussiste fondato motivo di ritenere che questa non sia genuina, cfr. il commento del *Deutsches Aktieninstitut*, cit., p. 5, il quale analizza la questione soprattutto allorché sono coinvolti intermediari internazionali: “*mehr Rechtssicherheit könnte dadurch erreicht werden, dass bei grenzüberschreitenden Sachverhalten in der Satzung der Gesellschaft vorgesehen werden kann, dass im Falle einer Bescheinigung durch ein ausländisches depotführendes Institut zusätzlich der lückenlose Nachweis der Verwahrkette erforderlich ist*”. La ragione principale che ha portato alla soppressione della previsione ora ricordata consiste nel fatto che una simile norma, avente carattere imperativo, sarebbe stata di fatto pleonastica, non ricorrendo di regola le società per azioni non quotate al deposito dei titoli presso un intermediario, come si evince dalla *Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses*, cit., p. 30.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Il legislatore, inoltre, in considerazione del fatto che, una volta soppresso l'onere del deposito preventivo in tutte le società quotate, è necessario stabilire un altro criterio di legittimazione per i titolari di azioni al portatore, ha introdotto il meccanismo della *record date*. In particolare, il § 123 Abs. 3 S. 3 AktG dispone che *“der Nachweis hat sich bei börsennotierten Gesellschaften auf den Beginn des einundzwanzigsten Tages vor der Versammlung zu beziehen und muss der Gesellschaft unter der in der Einberufung hierfür mitgeteilten Adresse bis spätestens am siebten Tage vor der Versammlung zu gehen, soweit die Satzung keine kürzere Frist vorsieht”*. Ciò significa che la data di registrazione (*Stichzeitpunkt* o *Nachweisstichtag*) - che, salvo il minor termine eventualmente previsto per via statutaria, si colloca al ventunesimo giorno precedente la data dell'assemblea - è proprio il momento in relazione al quale è determinata la sussistenza della legittimazione degli azionisti a partecipare alla successiva adunanza. Tale legittimazione deve essere provata da un'attestazione scritta dell'intermediario presso il quale sono depositate le azioni: *“bei börsennotierten Gesellschaften reicht ein in Textform erstellter besonderer Nachweis des Anteilbesitzes durch das depotführende Institut aus”*<sup>40</sup>. La prova della legittimazione così individuata deve essere recapitata all'emittente entro sette giorni, o nei più brevi termini previsti dallo statuto, precedenti la data dell'assemblea<sup>41</sup>.

Al pari del legislatore italiano, anche quello tedesco si è posto il problema della necessità di disciplinare l'ipotesi particolare in cui un soggetto che risulta azionista alla data di registrazione decida, prima dell'assemblea, di alienare la propria partecipazione. Mentre la norma rilevante nel nostro ordinamento è da rinvenirsi nel nuovo art. 83-sexies, secondo comma, del TUF, ove si stabilisce che *“le registrazioni in accredito e in addebito compiute sui conti successivamente [alla data di registrazione] non rilevano ai fini della legittimazione all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea”*, nell'ordinamento tedesco la fattispecie è regolata dal § 123 Abs. 3 S. 4 AktG, il quale dispone che *“im Verhältnis zur Gesellschaft gilt für die Teilnahme an der Hauptversammlung oder die*

<sup>40</sup> § 123 Abs. 3 S. 2 AktG.

<sup>41</sup> V. sul punto il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., pp. 28-29, in cui si sottolinea che è la prassi societaria che deve regolare in maggiore dettaglio gli aspetti concreti del certificato attestante la legittimazione: *“es ist wünschenswert, dass die Wirtschaft sich hier auf Standards einigt. Solche Regelungen können die Sprache des Nachweises betreffen (zumindest deutsch und englisch) und die Form (wobei eine höhere Form als Textform allerdings nicht zwingend vorgegeben werden kann)”*. Inoltre, si auspica la sempre maggiore diffusione dell'impiego delle tecnologie informatiche sia per l'attestazione della titolarità delle azioni alla data di registrazione che per l'invio della relativa comunicazione entro il settimo giorno antecedente l'assemblea: *“die hier vorgeschlagenen Fristen [...] sollten vor allem beim Einsatz elektronischer Kommunikationsmittel aber ausreichend sein. Diese Regelung wird insbesondere die grenzüberschreitende Stimmrechtsausübung in Europa und möglicherweise darüber hinaus vorbereiten und erleichtern”*.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

*Ausübung des Stimmrechts als Aktionär nur, wer den Nachweis erbracht hat*<sup>42</sup>. Ora, dal momento che la legittimazione è determinata, per le società quotate, unicamente con riferimento alla *record date*, si deve ritenere che il soggetto che detenga le azioni a quella data sia l'unico che potrà far valere, nei confronti della società, la sua qualità di azionista, indipendentemente dagli eventuali trasferimenti della partecipazione che possono intercorrere nei ventuno giorni ad essa precedenti. Questa conclusione è confermata dalla lettura dei lavori preparatori, ove si sottolinea che *“das bedeutet, dass Aktionäre, die Aktien nach Ausstellung des Nachweises erwerben, nicht zur Teilnahme an der Hauptversammlung und zur Ausübung des Stimmrechts berechtigt sind”*<sup>43</sup> e si precisa che non è applicabile il già richiamato § 405 Abs. 3 Nr. 1, che sanziona a titolo contravvenzionale l'esercizio del diritto di voto in assemblea in relazione ad azioni altrui ed in difetto di rappresentanza<sup>44</sup>. Tuttavia, si auspica che, almeno con riferimento alle cessioni di pacchetti azionari di rilevante entità, i modelli contrattuali intervengano sulla questione, prevedendo disposizioni dirette a tutelare gli interessi dell'azionista acquirente non legittimato, evitando che essi possano essere pregiudicati dal voto dell'*ex socio*<sup>45</sup>.

---

<sup>42</sup> Si noti che la diversa formulazione della disposizione risultante dai lavori preparatori, per cui *“im Verhältnis zur Gesellschaft gilt bis zur Beendigung der Hauptversammlung als Aktionär nur, wer den Nachweis erbracht hat”*, aveva destato delle critiche, giacché, non facendo espresso riferimento all'esercizio dei diritti di intervento e di voto, sembrava estendere la legittimazione determinata attraverso la data di registrazione a tutti i diritti degli azionisti, ivi compreso il diritto alla distribuzione dei dividendi. Cfr. sul punto il commento del *Bundesverband der Deutschen Industrie*, cit. p. 11; il commento del *Deutsches Institut*, cit., p. 6; le prime osservazioni presentate dal *Deutscher Anwaltverein*, p. 7 (5); le seconde osservazioni presentate dal *Deutscher Anwaltverein* al *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2005), p. 8 (3), reperibili sul sito [www.jura.uni-augsburg.de](http://www.jura.uni-augsburg.de). Secondo la nuova formulazione, invece, è chiaramente escluso che la *record date* rilevi ai fini dell'esercizio di diritti diversi da quelli di intervento e di voto. V. sul punto il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 29: *“die Dividendenauszahlung erfolgt [...] an der materiell-berechtigter Aktionär (Erwerber)”*.

<sup>43</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., pp. 28-29, in cui si sottolineano i vantaggi a cui questa regola può portare e se ne menziona la diffusione a livello internazionale: *“dies ist im Interesse der Klarheit, Eindeutigkeit und Einfachheit der Verfahrensabläufe vor der Hauptversammlung hinzunehmen. Ein solcher Record Date ist international sehr verbreitet, teilweise mit deutlich längeren Fristen”*.

<sup>44</sup> V. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 29.

<sup>45</sup> V. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 29. Cfr. altresì il commento di DSW al progetto di legge, cit., in cui si sottolinea l'esigenza di predisporre una forma di tutela degli interessi dell'acquirente non legittimato, ad esempio mediante un obbligo di astensione dal voto in capo all'alienante, essendo difficilmente configurabili patti relativi all'esercizio del voto, date le modalità attraverso le quali si attua la compravendita di azioni sul mercato borsistico.



# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Nei lavori preparatori, si era proposto di fissare la *record date* al quattordicesimo giorno precedente l'assemblea e di estendere questo meccanismo a tutte le società per azioni che si avvalevano di un depositario, sia quotate che non quotate, concedendo però a queste ultime di affiancare la data di registrazione ad altri criteri di legittimazione, come il deposito preventivo delle azioni. Questa soluzione, tuttavia, è stata abbandonata, giacché risultava comprimere senza ragioni valide l'autonomia statutaria delle società non quotate. Inoltre, essa avrebbe potuto condurre a fenomeni di “duplicazione” della legittimazione. Ad esempio, si può considerare l'ipotesi di una società non quotata che abbia emesso azioni al portatore, la quale, in forza della facoltà concessa dal § 123 *Abs. 3 S. 1 AktG*, prevede nel proprio statuto l'obbligo di deposito preventivo delle azioni entro il settimo giorno antecedente l'adunanza. In questo caso, se un azionista risulta tale alla *record date* e successivamente cede le proprie azioni, le quali, tuttavia, vengono depositate dal cessionario entro il termine per la *Hinterlegung*, si avrebbero due soggetti ugualmente legittimati: l'alienante, in forza della data di registrazione stabilita dalla legge, e l'acquirente, in virtù della titolarità della partecipazione al momento del deposito. Al fine di scongiurare queste criticità, la formulazione finale del § 123 *AktG* prevede che il criterio della *record date* sia unico ed obbligatorio soltanto per le società per azioni quotate aventi emesso azioni al portatore, mentre quelle non quotate sono libere di adottarlo, alternativamente alla *Hinterlegung*, nell'ambito della più ampia discrezionalità statutaria ad esse riconosciuta<sup>46</sup>.

È interessante osservare che, proprio a partire dalla fissazione della data di registrazione al ventunesimo giorno precedente l'assemblea, viene novellato il § 128 *Abs. 1 AktG*, il quale contempla le comunicazioni relative alla convocazione dell'assemblea ed all'ordine del giorno, nonché alla possibilità di esprimere il voto per rappresentanza, che l'intermediario, una volta ricevute dall'emittente, è tenuto ad effettuare a favore dei soci che, entro due settimane precedenti la data dell'assemblea, hanno depositato presso di esso le proprie azioni al portatore o per conto dei quali, sempre entro il medesimo termine, il suo nome è iscritto nell'*Aktienregister* in relazione ad azioni nominative. L'art. 1, comma 7(a), dell'UMAG porta da due settimane a ventuno giorni antecedenti l'adunanza il termine in relazione al quale il deposito delle azioni al portatore o la trascrizione a nome dell'intermediario delle azioni nominative devono avvenire affinché sorgano gli obblighi di comunicazione. In tal modo, si riferiscono entrambi gli adempimenti, di individuazione della compagine azionaria e di comunicazione, alle informazioni in possesso dell'intermediario ad un'unica data, così semplificando l'espletamento dei compiti ad esso attribuiti nella procedura preassembleare<sup>47</sup>.

<sup>46</sup> Cfr. la *Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses*, cit., p. 30.

<sup>47</sup> Cfr. la *Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses*, cit., p. 30. V. altresì K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, cit., p. 108, che aggiunge che “Kreditinstitute müssen somit im Falle von Veräußerungsvorgängen bereits

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Ancora, merita un cenno il nuovo § 123 *Abs. 4 AktG*, che risolve il lungo conflitto dottrinale e giurisprudenziale relativo al computo di tutti i termini che sono individuati a ritroso a partire dalla data dell'assemblea, allorché essi cadano di sabato, di domenica o comunque in un giorno festivo<sup>48</sup>. La soluzione adottata dal legislatore ricalca l'interpretazione maggioritaria secondo la quale, in questi casi, il termine deve essere prorogato, nel computo a ritroso dalla data dell'adunanza, al primo giorno lavorativo successivo<sup>49</sup>. Il recepimento dell'orientamento prevalente in una norma specifica deve essere giudicato positivamente, poiché una questione eminentemente pratica come il computo dei termini assume una rilevanza notevole in considerazione della frequenza con cui deve essere affrontata. In particolare, si deve sottolineare che essa viene in rilievo, rispetto alla data di svolgimento dell'assemblea, non soltanto in relazione alla *record date*, ma anche con riferimento al termine per il deposito preventivo e per l'iscrizione, se previsti, nonché al termine per la convocazione dell'assemblea.

In conclusione, si deve menzionare l'art. 2, primo comma, della UMAG, che modifica il § 16 dell'*Einführungsgesetz zum Aktiengesetz*, disciplinando, per quanto qui interessa, il regime transitorio applicabile al § 123 *AktG*. In particolare, si prevede che la nuova formulazione della norma si applichi a tutte le assemblee che verranno convocate successivamente al 1 novembre 2005. Tuttavia, finché non avranno luogo le opportune modifiche statutarie, che permetteranno alla società di adeguarsi alla disciplina riformata, le disposizioni relative all'intervento ed al voto nelle adunanze, contemplate negli statuti, continueranno ad essere applicate<sup>50</sup>. In ogni caso, qualora esse subordinino la partecipazione all'assemblea al deposito preventivo delle azioni o ad altre condizioni non più ammesse dal nuovo § 123 *AktG*, il termine per l'adempimento di tali oneri sarà il ventunesimo giorno precedente l'assemblea.

---

*einundzwanzig Tage vor der Hauptversammlung keine aufwendigen Bestandskorrekturen (reconciliation) mehr vornehmen und die Gesellschaft erhält die Berichtungsnachweise so rechtzeitig vor der Hauptversammlung, daß die Vorbereitung der Hauptversammlung erleichtert wird*".

<sup>48</sup>Sul punto v. quanto esposto in nota 16.

<sup>49</sup>Cfr. la lettera della norma: "*Fristen, die von der Hauptversammlung zurückrechnen, sind jeweils vom nicht mitzählenden Tage der Versammlung zurückzurechnen; fällt das Ende der Frist auf einen Sonntag, einen am Sitz der Gesellschaft gesetzlich anerkannten Feiertag oder einen Sonnabend, so tritt an die Stelle dieses Tages der zeitlich vorhergehende Werktag*". V. altresì il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 30.

<sup>50</sup>Si noti che questa previsione è foriera di notevoli disomogeneità nella disciplina della fase preassembleare all'interno del medesimo modello della società per azioni quotata. A seconda della celerità delle singole emittenti nell'adeguamento del proprio statuto alla nuova normativa, talune applicheranno la *record date*, mentre altre continueranno a contemplare il meccanismo del deposito preventivo (salvo quelle di nuova costituzione, che dovranno rispettare *ab origine* le disposizioni della UMAG).

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Passando ora alle società che hanno emesso azioni nominative, va ricordato, preliminarmente, che nel 2001 la già citata *NaStraG* ha cambiato la denominazione del vecchio *Aktienbuch* in *Aktienregister*. Non si tratta di una modifica meramente formale, giacché, per le società quotate<sup>51</sup>, il libro soci, che può essere gestito direttamente dall'emittente oppure da un terzo per suo conto<sup>52</sup>, diventa una vera e propria banca dati elettronica gestita dagli emittenti attraverso collegamenti *online* con i *database* delle *Wertpapiersammelbanken*<sup>53</sup>. La *ratio* di questo intervento legislativo consiste, da un lato, nell'intento di incentivare l'utilizzo delle moderne tecnologie per una gestione della società più semplice e flessibile, dall'altro, nella volontà di favorire la conversione delle azioni al portatore in azioni nominative, la quale è necessaria per consentire alle società tedesche la quotazione in quei mercati di borsa, come quello di New York, in cui la conoscibilità degli assetti proprietari è una condizione imprescindibile per l'accesso<sup>54</sup>.

La portata pienamente legittimante delle iscrizioni contenute nel libro soci viene in rilievo al § 67 *Abs. 2 AktG*, che così dispone: “*im Verhältnis zur Gesellschaft gilt als Aktionär nur, wer als solcher im Aktienregister eingetragen ist*”. Ne deriva che, nei confronti della società, la legittimazione all'esercizio di tutti i diritti e gli obblighi che devono essere imputati ad un soggetto in forza della qualità di azionista dipende dalla sua iscrizione nel libro soci<sup>55</sup>. Detto altrimenti, la legittimazione formale scaturente dalle risultanze del libro soci comporta una presunzione *juris et de jure* (*unwiderlegliche Vermutung*) della legittimazione materiale del socio nei confronti dell'emittente, la quale dovrà riconoscergli l'esercizio dei diritti patrimoniali ed amministrativi e, corrispondentemente, potrà chiedergli l'adempimento dei doveri che derivano dalla sua qualità di a-

<sup>51</sup> Per le società non quotate continua a trovare applicazione il § 239 (4) *HGB*, che consente la tenuta del registro azionario anche in forma cartacea.

<sup>52</sup> H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, in *AktG Großkommentar*, diretto da J. Hopt e H. Wiedemann, 2008, p. 17, n. 29; H. DIEKMANN, *Namensaktien bei Publikumsgesellschaften*, cit., il quale precisa che, anche qualora la gestione del libro soci venga delegata a terzi, l'emittente rimane responsabile della correttezza della trascrizione dei dati.

<sup>53</sup> H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., p. 7, n. 3; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., p. 156 (nota 312).

<sup>54</sup> H. MERKT, *Kommentar sub. § 67*, cit., pp. 8-9, nn. 7 ss.; N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., p. 156 (nota 312).

<sup>55</sup> Cfr. il § 67 *Abs. 1 AktG*, per cui “*Namensaktien sind unter Angabe des Namens, Geburtsdatum und der Adresse des Inhabers sowie der Stückzahl oder der Aktiennummer und bei Nennbetragsaktien des Betrags in das Aktienregister der Gesellschaft einzutragen*”, con le ovvie differenze che contraddistinguono l'iscrizione di questi dati per le persone fisiche piuttosto che per le persone giuridiche, come osservano più approfonditamente H. MERKT, *Kommentar sub. § 67*, cit., pp. 17 ss., nn. 31 ss.; C. GOEDECKE – F. HEUSER, *NaStraG: Erster Schritt zur Öffnung des Aktienrechts für moderne Kommunikationstechniken*, cit., p. 369.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

zionista<sup>56</sup>. Peraltro, nemmeno la conoscenza, da parte della società, di una situazione giuridica concretamente diversa da quella raffigurata dall'*Aktienregister* fa sorgere il potere, in capo ad essa, di delegittimare colui che, secondo le risultanze di esso, appare legittimato<sup>57</sup>.

È evidente la diversità rispetto alla disciplina italiana, ove la necessità e la sufficienza dell'iscrizione nel libro soci rispetto al conferimento della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali sono venute meno fin dall'entrata in vigore della legge 29 dicembre 1962, n. 1745, che ha dato un rilievo dominante al deposito preventivo dei titoli. In Germania, al contrario, il valore preminente attribuito alle risultanze dell'*Aktienregister* nei confronti della società faceva sì che, già prima della riforma operata dalla UMAG, nel caso fossero state emesse azioni nominative, l'eventuale deposito preventivo dei titoli previsto dallo statuto perdesse la propria portata legittimante e rilevasse unicamente sotto un profilo informativo ed organizzativo<sup>58</sup>.

Per quanto concerne l'aggiornamento del libro soci nell'ipotesi di cessione della partecipazione azionaria, il § 67 Abs. 3 AktG dispone che “*geht die Namensaktien auf*

---

<sup>56</sup> K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, cit., p. 85.

<sup>57</sup> H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., pp. 24 ss., nn. 49 ss.; H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, in *ZHR*, 2010, p. 26; H. DIEKMANN, *Namensaktien bei Publikumsgesellschaften*, cit., p. 1987, per cui “*zutreffend ist, daß nur der im Aktienbuch Eingetragene unwiderlegbar als Aktionär gilt, unabhängig von anderweitiger Kenntnis der Gesellschaft*”.

<sup>58</sup> Cfr. H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., p. 29, n. 64. Diversamente, per le azioni al portatore, in assenza di un libro soci avente le medesime caratteristiche, la funzione legittimante del deposito permane. In merito agli elementi di continuità fra i due ordinamenti sulla natura e sugli effetti dell'iscrizione a libro soci, giova menzionare quello relativo al trasferimento dei titoli mediante girata. In Italia, in seguito alla riforma del 2003, l'art. 2355 c.c. legittima l'azionista che si dimostra possessore in base ad una serie continua di girate, indipendentemente dalla sua iscrizione a libro soci. Allo stesso modo, in Germania la legittimazione del socio può risultare dal trasferimento della partecipazione mediante *Indossament*, secondo quanto disposto dal § 68 Abs. 1 AktG. In questo caso, qualora l'*Aktienregister* non fosse tempestivamente aggiornato, si verificherebbe una scissione fra la legittimazione formale data dal libro soci e la legittimazione materiale data dalla girata (H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 27), la quale, operando la girata in maniera analoga a quanto accade allorché siano trasferite azioni al portatore, sarebbe certamente prevalente (H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., p. 29, n. 64, il quale sottolinea che “*die Tatsächlichen Verhältnisse wie bei der Inhaberaktie liegen*”). In tal modo, vi sarebbe spazio per configurare anche in Germania il diritto dell'emittente di delegittimare l'azionista iscritto nell'*Aktienregister* per difetto di titolarità sulla partecipazione. Tuttavia, un'ipotesi di contrasto fra la titolarità della partecipazione risultante dalla girata e quella risultante dal libro soci non ancora aggiornato è del tutto remota, giacché di norma al trasferimento delle azioni mediante *Indossament* segue immediatamente l'iscrizione del nominativo del nuovo socio nell'*Aktienregister*.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

*einen anderen über, so erfolgen Löschung und Neueintragung im Aktienregister auf Mitteilung und Nachweis*". Innanzitutto, si deve ricordare che, mentre originariamente la comunicazione e la prova del trasferimento delle azioni potevano intervenire alternativamente su iniziativa dell'alienante o dell'acquirente, a partire dalla *NaStraG*, con la novella del § 67 Abs. 4 *AktG*, vengono coinvolti i depositari che intervengono nella transazione, i quali adempiono a queste incombenze utilizzando le moderne tecnologie informatiche<sup>59</sup>. Al contrario, l'emittente non può procedere autonomamente alla cancellazione di un azionista dall'*Aktienregister*, così come all'iscrizione di un nuovo socio<sup>60</sup>. L'unico strumento offertogli dall'ordinamento è previsto al già menzionato § 67 Abs. 5 *AktG*, il quale consente alla società di inviare un avviso a colui che risulta essere stato illegittimamente iscritto nel libro soci<sup>61</sup>, comunicandogli che, se non farà opposizione entro un dato termine, si provvederà alla cancellazione dei suoi dati, così privandolo della legittimazione all'esercizio dei diritti sociali. Se l'interessato non fa tempestiva-

---

<sup>59</sup> Cfr. il testo della disposizione: *"Die bei Übertragung oder Verwahrung von Namensaktien mitwirkenden Kreditinstitute sind verpflichtet, der Gesellschaft die für die Führung des Aktienregisters erforderlichen Angaben gegen Erstattung der notwendigen Kosten zu übermitteln"*. V. sul punto H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., p. 37, nn. 90 ss., ove si osserva che, non essendo prevista alcuna forma specifica per la prova del trasferimento della partecipazione, l'emittente può chiedere un'integrazione della documentazione ad essa pervenuta, qualora dubiti che la prova fornita sia falsa o falsificata. Tuttavia, nel caso in cui essa sia stata comunicata dall'intermediario in forma scritta ed in modo automatico, difficilmente potrebbe dare adito a dubbi sulla sua genuinità. V. altresì K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, cit., p. 87; C. GOEDECKE – F. HEUSER, *NaStraG: Erster Schritt zur Öffnung des Aktienrechts für moderne Kommunikationstechniken*, cit., pp. 369-370, ove si sottolinea che la partecipazione degli intermediari al procedimento consente di assicurare una maggiore completezza e trasparenza nell'*Aktienregister*.

<sup>60</sup> Diversa è l'ipotesi in cui l'iscrizione contestata risulta illegittima per motivi diversi da quelli che concernono la qualità di azionista del soggetto iscritto e che possono riguardare, ad esempio, errori materiali nella scrittura del nome del socio od imprecisioni relative all'indicazione dei dati che lo riguardano. In tal caso la società può cancellare il nominativo di un socio dall'*Aktienregister* senza formalità. Sul punto v. H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., p. 46, nn. 124 ss.

<sup>61</sup> La locuzione *"zu Unrecht [...] eingetragen"*, di cui al § 67 Abs. 5 S. 1 *AktG*, ricomprende tutte le ipotesi in cui l'iscrizione nell'*Aktienregister* è stata formalmente illegittima (ad esempio, è stata iscritta come azionista una persona che non ha mai acquistato la partecipazione) e quelle nelle quali essa, pur formalmente legittima, è contraria alla legge sotto il profilo sostanziale (ad esempio, è iscritto come socio un soggetto che ha effettivamente acquistato la partecipazione, ma l'acquisto è nullo o comunque inefficace). Cfr. sul tema H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., pp. 45-46, nn. 117 ss.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

mente opposizione<sup>62</sup>, la società può procedere alla rettificazione dell'*Aktienregister*, altrimenti occorrerà risolvere la questione in sede giurisdizionale<sup>63</sup>.

Ciò premesso riguardo alla natura ed alla portata delle iscrizioni a libro soci, il legislatore ha preferito non prevedere, né nella UMAG né nella ARUG, una specifica disciplina della *record date* per le società quotate che hanno emesso azioni nominative. Le ragioni di tale scelta sono da ricondursi, innanzitutto, al fatto che il § 125 Abs. 2 *AktG* già prevede che la società invii le comunicazioni relative all'assemblea agli azionisti iscritti nel relativo registro al più tardi due settimane prima che essa abbia luogo, così che esse non vengono effettuate, salvo specifica richiesta, a favore di coloro che dovessero acquistare un pacchetto azionario successivamente, in prossimità dell'adunanza<sup>64</sup>. Inoltre è possibile, sebbene non vi siano espresse previsioni normative a riguardo, che lo statuto contempli il blocco delle iscrizioni nell'*Aktienregister* (*Umschreibestopp*) a partire dal settimo giorno precedente l'adunanza, così che il soggetto legittimato rimane colui che vi risulta iscritto a tale data<sup>65</sup>. Eventuali transazioni azionarie sono comunque possibili anche nei giorni immediatamente precedenti l'assemblea, ma non comportano l'iscrizione del nuovo azionista nel libro soci e, di conseguenza, il trasferimento a suo favore della legittimazione a parteciparvi. In altre parole, nonostante rilevino le risultanze dell'*Aktienregister* alla data dell'adunanza, esse non possono che riflettere la compagine azionaria risultante alla data dell'*Umschreibestopp*, così che colui che ha acquistato le azioni in un tempo ad essa successivo, essendo privo della legittimazione all'intervento ed al voto, che rimane radicata presso il vecchio socio, non potrà prendervi parte<sup>66</sup>. Di

<sup>62</sup> Si noti che il § 67 Abs. 5 *AktG* non prescrive la forma scritta né per la comunicazione dell'emittente né per l'eventuale opposizione dell'azionista. Pertanto, sebbene essa sia raccomandabile per esigenze probatorie, deve ritenersi sufficiente la forma orale, come osserva H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., pp. 47 ss., nn. 130-132.

<sup>63</sup> H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 27-28.

<sup>64</sup> Cfr. il testo della norma nella formulazione assunta in forza dell'art. 1, sesto comma, dell'UMAG: "die gleiche Mitteilung hat der Vorstand den Aktionären zu machen, die es verlangen oder spätestens zwei Wochen vor dem Tage der Hauptversammlung als Aktionär im Aktienregister der Gesellschaft eingetragen sind".

<sup>65</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., pp. 29-30. Il ricorso a questo sistema si fonda su motivi pratici. Più precisamente, l'organo amministrativo necessita di norma di un certo periodo di tempo per elaborare i dati provenienti dall'*Aktienregister* e determinare con certezza quali sono i soggetti legittimati a partecipare all'evento assembleare, come osserva C. GOEDECKE – F. HEUSER, *NaStraG: Erster Schritt zur Öffnung des Aktienrechts für moderne Kommunikationstechniken*, cit., p. 372.

<sup>66</sup> H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 28-29; H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., pp. 40-41, nn. 101 ss., che è critico verso il meccanismo dell'*Umschreibestopp*, perché, oltre a non essere espressamente contemplato da norme di diritto positivo, impedisce a colui che acquista la partecipazione successivamente

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

fatto, si tratta di un sistema che appare analogo a quello della data di registrazione, giacché gli eventuali trasferimenti delle azioni che dovessero intercorrere fra la data dell'*Umschreibestopp* e quella dell'assemblea sarebbero irrilevanti ai fini della legittimazione all'esercizio dei diritti di intervento e di voto<sup>67</sup>.

Giova precisare, infine, che nei lavori preparatori alcuni commentatori hanno proposto di estendere esplicitamente la disciplina della *record date* alle società che hanno emesso azioni nominative, giacché questa soluzione avrebbe posto fine alla discutibile prassi dell'*Umschreibestopp*<sup>68</sup>, che può comportare discrasie fra l'identità dei titolari attuali delle azioni e le risultanze dell'*Aktienregister*.

La determinazione della data dell'*Umschreibestopp* non è prevista esplicitamente da disposizioni di legge e ciò ha sollevato un dibattito dottrinale. Alcuni autori ritengono che essa possa essere fissata liberamente fino al settimo giorno antecedente la data dell'adunanza, analogicamente a quanto previsto dal § 123 *AktG* per l'iscrizione preventiva alla partecipazione in assemblea<sup>69</sup>; altri, partendo dalla constatazione che si tratta di uno strumento diretto a permettere all'emittente di organizzare al meglio l'evento as-

---

ad esso di partecipare all'assemblea, non avendo quella legittimazione formale che solo l'iscrizione nell'*Aktienregister* può conferire. Per questo motivo, l'autore ritiene che coloro che non sono più azionisti alla data dell'assemblea, avendo alienato la partecipazione dopo l'*Umschreibestopp*, avrebbero il dovere di astenersi dal voto o, in alternativa, di votare nell'interesse del nuovo socio. A ben vedere, tuttavia, in seguito all'introduzione della *record date*, è fisiologico che si possa verificare una scissione fra la titolarità della partecipazione e la legittimazione all'esercizio del voto ad essa riferito. L'autore, inoltre, sottolinea la differenza fra il meccanismo dell'*Umschreibestopp* tedesco e quello della *record date* "pura" statunitense, ove non è in ogni caso ammessa l'interruzione della trascrizione dei nominativi dei nuovi azionisti prima dell'assemblea, al fine di evitare effetti negativi sul mercato dei capitali.

<sup>67</sup> Sotto un diverso punto di vista, invece, la regola dell'*Umschreibestopp* non sembra corrispondere esattamente a quella della *record date*, poiché, nell'intendimento del legislatore comunitario, questa dovrebbe alleggerire il procedimento preassembleare a favore degli azionisti, mentre l'interruzione delle iscrizioni nell'*Aktienregister*, oltre ad irrigidire la procedura, soddisfa unicamente le esigenze organizzative della società. D'altro canto, si potrebbe ribattere che il meccanismo della data di registrazione e quello dell'*Umschreibestopp* sono teleologicamente indifferenti, dal momento che entrambi permettono di conseguire la soppressione di ogni possibile blocco al libero trasferimento delle azioni, anche in prossimità dell'evento assembleare.

<sup>68</sup> V. sul punto il commento del *Bundesverband der Deutschen Industrie*, cit., che suggerisce, per le società aventi emesso azioni nominative, di rendere coincidenti la *Anmeldung* e la *record date* al settimo giorno precedente la data dell'assemblea, nonché le prime osservazioni presentate dal *Deutscher Anwaltsverein*, cit., p. 8 (7).

<sup>69</sup> Sposa questa tesi H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 29.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

sembrare<sup>70</sup>, pensano che non sia sufficiente fare riferimento ad un criterio formale, dal momento che si deve tenere in considerazione, in concreto, il livello di sviluppo tecnologico e, quindi, le tempistiche e le modalità con cui una società per azioni media può raccogliere ed elaborare i dati relativi alla compagine azionaria<sup>71</sup>. Sulla base della situazione attuale, si potrebbe affermare che tale data non possa eccedere i due o tre giorni precedenti l'adunanza<sup>72</sup>.

### 1.3. Il recepimento della DSHR nel 2009 all'insegna della continuità rispetto al passato

Come già osservato all'inizio, la DSHR viene recepita il 30 luglio 2009 con l'approvazione dell'ARUG<sup>73</sup>, in merito al quale non occorre soffermarsi lungamente, poiché, almeno per quanto concerne il sistema della *record date*, la normativa tedesca riformata attraverso l'UMAG risulta già conforme alle prescrizioni del legislatore comunitario. Per ciò che riguarda, in particolare, il § 123 *AktG*, l'art. 1, comma 11, dell'ARUG si limita ad effettuare delle modifiche testuali che non cambiano il contenuto sostanziale della disposizione. L'unica innovazione degna di nota riguarda ancora l'annosa questione del computo dei termini. Dopo l'introduzione, con l'UMAG, del già menzionato § 123 *Abs. 4 AktG*, l'ARUG ha provveduto alla sua abrogazione ed alla trasposizione del suo contenuto nel § 121 *Abs. 7 AktG*. Questa nuova disposizione, inoltre, precisa che tutti i termini da calcolarsi a ritroso a partire dalla data dell'assemblea si devono considerare liberi, ovvero non deve computarsi né il *dies a quo* né il *dies ad quem*, e conferisce alle società non quotate la facoltà di prevedere, a livello statutario, regole derogatorie a questa disciplina.

A parte questa precisazione, la normativa tedesca sull'esercizio dei diritti di intervento e di voto pare allinearsi a quella prevista dall'art. 7 della DSHR, tanto nella

<sup>70</sup> Questa finalità eminentemente pratica dell'*Umschreibestopp* è rilevata da H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., pp. 40-41, nn. 102 ss., nonché dallo stesso H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 29.

<sup>71</sup> Si noti che se, ai fini dell'individuazione della data dell'*Umschreibestopp*, si considerasse semplicemente il dato normativo e non le circostanze materiali che, in forza degli sviluppi della tecnologia, consentono di abbreviare il tempo necessario alla preparazione dell'evento assembleare, si creerebbe uno squilibrio fra la tutela dell'interesse organizzativo dell'emittente e e la tutela dell'aspettativa del cessionario della partecipazione ad un'immediata iscrizione nell'*Aktienregister*, a favore della prima. Propendono per questa soluzione, in particolare, H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., p. 41, n. 105; K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, cit., p. 88.

<sup>72</sup> K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, cit., p. 88.

<sup>73</sup> Si noti che l'art. 2 dell'ARUG, modificando il § 20 dell'*Einführungsgesetz zum Aktiengesetz*, dispone che le nuove modifiche normative, per gli aspetti che qui interessano, si applichino a tutte le assemblee che verranno convocate dopo il 31 ottobre 2009.



# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

*ratio* quanto nei contenuti, con specifico riferimento, come si è illustrato, sia al divieto di ogni forma di deposito preventivo e di blocco delle azioni nelle società quotate, sia alla previsione di una data di registrazione come unico criterio di legittimazione alla partecipazione in assemblea (rispetto alle società che hanno emesso azioni nominative, nella forma dell'*Umschreibestopp*), sia al termine minimo di otto giorni liberi intercorrenti fra la data di convocazione di quest'ultima e la *record date* ed a quello massimo di trenta giorni fra la *record date* e la data dell'adunanza.

A questo punto, è possibile trattare in modo specifico alcuni aspetti del meccanismo della data di registrazione in Germania, in relazione alla sua natura giuridica ed alle sue implicazioni.

## **2. Considerazioni a margine della *record date*: un confronto con la disciplina italiana**

Un'analisi più approfondita degli aspetti più interessanti della disciplina fin qui delineata, nonché di quelli che paiono destare criticità interpretative, è possibile attraverso la sua comparazione con la disciplina prevista nel nostro ordinamento.

Innanzitutto, è notevole la differenza nell'individuazione della *record date*: ventuno giorni precedenti l'assemblea in Germania e sette giorni in Italia<sup>74</sup>. In realtà, si deve notare che il parametro cronologico di riferimento è diverso nelle due ipotesi: l'ordinamento tedesco effettua il computo in relazione ai giorni liberi di calendario, dunque ad un parametro temporale fisso, mentre quello italiano si riferisce ai giorni di mercato aperto precedenti la data dell'assemblea, quindi ad un criterio che non sempre – anzi, molto difficilmente – coincide con quello del calendario solare. È quindi possibile che, nonostante l'apparente distanza fra le previsioni normative, i giorni in cui “cade” la data di registrazione siano molto vicini nelle due ipotesi. Come già accennato, nel testo del § 123 *AktG* risultante dai lavori preparatori era stata inizialmente proposta una *record date* che coincideva con il quattordicesimo giorno antecedente la data dell'assemblea<sup>75</sup>. Questa soluzione, tuttavia, avrebbe compresso eccessivamente il tempo entro il quale i depositari avrebbero dovuto procedere alla verifica dell'identità dei soci titolari di azioni alla data di registrazione e quindi provvedere all'invio all'emittente dell'attestazione comprovante la legittimazione all'intervento ed al voto in tempo utile. La situazione si sarebbe rivelata particolarmente critica per gli intermediari esteri, in considerazione del fatto che le comunicazioni dei depositari alle società non avvengono necessariamente

---

<sup>74</sup> In dottrina si è criticata l'eccessiva retrodatazione della *record date* tedesca, poiché aumenterebbe il rischio che, in forza delle vicende traslative che possono interessare la partecipazione nei ventuno giorni precedenti la data dell'assemblea, le deliberazioni siano assunte da molti soggetti sui quali non ricadono più le conseguenze economiche delle proprie scelte. Sul punto v. K. BIENEMANN, *Die internetgestützte Hauptversammlung der Aktiengesellschaft*, cit., p. 108.

<sup>75</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., § 123 *Abs.* 3 S. 3.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

per via informatica o telematica, ma anche per posta e, di conseguenza, la tempestività dell'inoltro dell'attestazione della legittimazione varia a seconda della celerità del servizio postale<sup>76</sup>.

Per quanto concerne, invece, il coordinamento della disciplina della data di registrazione con quella delle convocazioni assembleari successive alla prima, non possono essere qui riproposti i dubbi interpretativi relativi alla compatibilità con il dettato dell'art. 7 della DSHR sollevabili con riferimento alla disciplina italiana<sup>77</sup>, dal momento che l'*Aktiengesetz* non contempla un *quorum* costitutivo per l'assemblea delle società per azioni, di modo che la discussione e la decisione sui punti posti all'ordine del giorno avviene in un'unica adunanza e l'ipotesi di una seconda convocazione, di conseguenza, non appare configurabile<sup>78</sup>. Pertanto, non si pone né il problema che, in relazione alla definizione del termine "assemblea", in funzione delle diverse convocazioni che la possono riguardare, possa essere violata la regola comunitaria in base alla quale essa deve concludersi entro trenta giorni dalla data di registrazione, né la questione del coordinamento del termine per l'indizione dell'assemblea in seconda convocazione con l'intervallo temporale minimo che deve separare la pubblicazione dell'avviso di convocazione e la successiva data di registrazione. Giova ricordare che la disciplina tedesca e quella italiana risultano oggi più vicine in forza della possibilità, concessa in Italia dal D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, che gli statuti prevedano lo svolgimento dell'adunanza in un'unica convocazione, così che, anche nel nostro ordinamento, è possibile che le deliberazioni possano essere senz'altro adottate in una sola riunione. Al contempo, tuttavia, una certa distanza fra i due ordinamenti permane, essendo la disciplina italiana sull'assemblea in unica convocazione applicabile solo in caso di espressa previsione statutaria, mentre quella tedesca presenta una valenza generale.

Un altro aspetto su cui è interessante soffermarsi riguarda gli effetti del meccanismo della *record date* sull'individuazione dei soggetti titolari del diritto di impugnazione delle delibere assembleari, giacché si riscontrano importanti differenze fra l'ordinamento tedesco e quello italiano.

Il § 245 *AktG*, rubricato "*Anfechtungsbefugnis*", nella formulazione precedente all'entrata in vigore dell'UMAG, individua cinque ipotesi in corrispondenza delle quali si ammette l'impugnazione delle decisioni assunte in assemblea in violazione della legge

76 Cfr. la *Beschlussempfehlung und Bericht des Rechtsausschusses*, cit., p. 30.

77 Sul punto 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), su questa *Rivista*, n. 3, p. 22

78 Per un confronto comparatistico sull'eventuale presenza di *quorum* ai quali gli Stati membri subordinano la validità della costituzione dell'assemblea, v. SEC(2006) 181 del 12 febbraio 2006 della Commissione, contenente un *impact assessment* della DSHR, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/shareholders/comm\\_native\\_sec\\_2006\\_0181\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/shareholders/comm_native_sec_2006_0181_en.pdf). (tabella 6.1 dell'Annex 3).

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

o dello statuto. Le prime tre, più restrittive delle corrispondenti previsioni contemplate nel nostro ordinamento, riguardano la proposizione dell'impugnazione da parte dei soci.

In primo luogo, essa può avvenire ad opera degli azionisti dissenzienti, ovvero i soci che hanno fatto mettere a verbale la propria opposizione alla deliberazione<sup>79</sup>. In realtà, non è necessario che il dissenso sia stato espresso personalmente dall'azionista, essendo sufficiente la sua manifestazione ad opera di un rappresentante<sup>80</sup>. Da un punto di vista oggettivo, il dissenso deve essere esplicito e rivolto specificamente al contenuto della deliberazione<sup>81</sup>, nonché risultare espressamente dal verbale dell'assemblea<sup>82</sup>.

In secondo luogo, l'impugnazione è ammessa a favore dell'azionista assente, quando è stato illegittimamente escluso dalla partecipazione all'assemblea o questa non è stata regolarmente convocata o l'oggetto della deliberazione non è stato regolarmente

---

<sup>79</sup> § 245 Nr. 1 AktG: "Zur Anfechtung ist befugt [...] jeder in der Hauptversammlung erschienene Aktionär, wenn er gegen den Beschluß Widerspruch zur Niederschrift erklärt hat".

<sup>80</sup> K. SCHMIDT, *Kommentar sub. § 245 AktG*, in *AktG Großkommentar*, diretto da J. Hopt e H. Wiedemann, 1995, pp. 105-106, n. 18.

<sup>81</sup> S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 245 AktG*, in *Aktiengesetz*, 1971, II, p. 1367; A. HUECK, *Kommentar sub. § 245 AktG*, in *Aktiengesetz*, fondato da A. Baumbach, 1968, p. 739, n. 3.

<sup>82</sup> Ciò significa che non basta né l'espressione di un voto contrario alla delibera, qualora esso non sia seguito da un'esplicita menzione del dissenso nel verbale dell'assemblea, né l'astensione, per cui cfr. S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., p. 1367; K. SCHMIDT, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., pp. 106-107, nn. 19 ss. Si noti il carattere maggiormente restrittivo di questa ipotesi rispetto alla corrispondente previsione del codice civile italiano, contenuta nell'art. 2377 c.c., il quale non esige che l'azionista presente in assemblea manifesti apertamente il proprio dissenso, essendo sufficiente la sua astensione dal voto rispetto alla deliberazione che non condivide. Peraltro, questa divergenza nei due ordinamenti sarebbe minore se si accogliesse la tesi avanzata da una parte della nostra giurisprudenza, per cui la stessa astensione costituirebbe una forma di dissenso. In merito, cfr. Cass., 21 novembre 1996, n. 10279, in *Giust. civ. Mass.*, 1996, p. 1562, secondo cui per azionisti dissenzienti si intendono "i soci che abbiano negato, in qualsiasi forma manifestata in assemblea, il proprio contributo all'approvazione della delibera, attraverso il voto contrario o l'astensione, senza che rilevi la motivazione di tali comportamenti – che può indifferentemente consistere in una diversa valutazione dell'atto rispetto alla maggioranza ovvero in una contestazione di vizi della procedura – in quanto l'art. 2377 c.c. non dà rilievo intrinseco ai motivi del dissenso, ma esclusivamente alla sua manifestazione"; Trib. Bologna, 2 giugno 1999, in *Dir. fall.*, 2000, II, 2, p. 1024, per cui "il socio astenuto, al pari del socio dissenziente, ha la facoltà di impugnare una deliberazione assembleare, senza che rilevi la motivazione del suo comportamento, che può consistere in una mera contestazione della legittimità dell'operato della maggioranza". Si tratta, tuttavia, di un orientamento non condiviso unanimemente dalla dottrina, in merito alla quale v. F. CHIAPPETTA, *Commento sub. art. 2377 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, 2008, p. 275 (nota 43).

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

preannunciato<sup>83</sup>. Specularmente all'ipotesi precedente, l'assenza si verifica allorché né l'azionista né un suo rappresentante partecipano all'adunanza. Essa, tuttavia, non è di per sé sufficiente, giacché deve essere determinata da una delle tre fattispecie specificamente contemplate dal § 245 *AktG*<sup>84</sup>. In particolare, l'esclusione ingiustificata dalla partecipazione all'assemblea presuppone che il socio abbia adempiuto a tutte le condizioni previste dalla legge e dallo statuto per la propria legittimazione, fra le quali si possono ricordare quelle, già viste, del deposito preventivo e dell'iscrizione, nonché quella relativa alla comunicazione delle partecipazioni rilevanti, di cui ai §§ 20-21 *AktG*<sup>85</sup>. L'irregolarità della convocazione, invece, può consistere nella violazione di una delle regole previste dai §§ 121 ss. *AktG*, concernenti l'espletamento, da parte della società, delle formalità che interessano tutta la procedura preassembleare, dalla pubblicazione dell'avviso con cui l'assemblea viene indetta al momento in cui essa ha luogo, e che hanno lo scopo di assicurare il corretto svolgimento dei lavori e la massima partecipazione degli azionisti<sup>86</sup>. Infine, l'irregolarità della pubblicazione dei contenuti della deliberazione concerne un vizio idoneo a pregiudicare il diritto dei soci di essere informati sull'oggetto delle decisioni che, secondo quanto previsto dall'ordine del giorno, sono assunte in assemblea<sup>87</sup>.

In terzo luogo, è legittimato all'impugnazione qualunque socio, qualora si verifichi l'ipotesi contemplata dal § 243 *Abs. 2 AktG*, ovvero un azionista abbia esercitato il diritto di voto cercando di ottenere, per sé o per un terzo, vantaggi particolari a scapito

---

<sup>83</sup> § 245 Nr. 2 *AktG*: "*Zur Anfechtung ist befugt [...] jeder in der Hauptversammlung nicht erschienene Aktionär, wenn er zu der Hauptversammlung zu Unrecht nicht zugelassen worden ist oder die Versammlung nicht ordnungsgemäß einberufen oder der Gegenstand der Beschlussfassung nicht ordnungsgemäß bekanntgemacht worden ist*".

<sup>84</sup> Di nuovo, si evidenzia una divergenza rispetto all'ordinamento italiano, in cui non è richiesto che l'assenza sia oggettivamente qualificata, ovvero determinata da specifiche cause legate ad una condotta irregolare od ingiusta della società.

<sup>85</sup> V. S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., p. 1368, il quale sottolinea che si tratta di un'ipotesi difficile da riscontrare nella prassi, anche se alcuni casi sono ipotizzabili, come il rifiuto di consentire l'accesso dell'azionista da parte del proprietario o del detentore del luogo in cui si svolge l'assemblea, nonché la delegittimazione da parte del presidente dell'assemblea nel caso sussistano dubbi sulla tempestività dell'assolvimento degli oneri del deposito preventivo e dell'iscrizione da parte del socio.

<sup>86</sup> Cfr. S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., p. 1368, ove si afferma che questa situazione può verificarsi, ad esempio, in caso di pubblicazione dell'avviso di convocazione in giornali diversi da quelli indicati nello statuto oppure di omessa indicazione della sede, del luogo o della data in cui l'assemblea si svolge. In ogni caso, la sostanza non prevale sulla forma, ben sussistendo la legittimazione all'impugnazione anche qualora, nonostante le irregolarità, l'azionista assente fosse di fatto a conoscenza di tutte le informazioni necessarie per poter partecipare all'adunanza.

<sup>87</sup> K. SCHMIDT, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., pp. 107 ss., nn. 23 ss.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

della società o degli altri soci e la deliberazione sia idonea al raggiungimento di questo scopo<sup>88</sup>.

Il legislatore della riforma del 2005 ha voluto intervenire sul novero dei soggetti ai quali viene attribuita la legittimazione all'impugnazione delle delibere assembleari<sup>89</sup>. Dai lavori preparatori dell'UMAG emerge, seppure implicitamente, l'esigenza di rafforzare la certezza delle decisioni assunte nelle adunanze ed il raggiungimento di questo obiettivo postula necessariamente una limitazione delle ipotesi in cui è ammessa la loro contestazione giudiziale<sup>90</sup>. L'intento del legislatore può essere meglio compreso se si os-

<sup>88</sup> § 245 Nr. 3 AktG: "Zur Anfechtung ist befugt [...] im Fall des § 243 Abs. 2 jeder Aktionär, wenn er die Aktien schon vor der Bekanntmachung der Tagesordnung erworben hatte". Cfr. S. WILHELMI, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., p. 1366, ove si afferma che, eccezionalmente, in questo caso, "auch der Aktionär, der in der Hauptversammlung anwesend war und keinen Widerspruch zu Protokoll erklärt hatte, den Beschluß anfechten kann, auch wenn er für ihn gestimmt hat".

<sup>89</sup> Sembra opportuno ricordare, per completezza, che la dottrina tedesca è sempre stata divisa rispetto all'ipotesi, già considerata trattando del recepimento della DSHR in Italia, in cui l'azionista legittimato a partecipare ad un'assemblea alieni la propria partecipazione dopo che questa abbia avuto luogo, ma prima della scadenza del termine per impugnare la deliberazione in essa adottata. Il § 246 Abs. 1 AktG, rubricato "Anfechtungsklage", in merito al termine per proporre impugnazione, prevede che "die Klage muss innerhalb eines Monats nach der Beschlußfassung erhoben werden". (è da notare una restrizione ulteriore delle condizioni per la contestazione in giudizio delle decisioni assunte in assemblea rispetto alla disciplina italiana, ove il termine per l'impugnazione, a norma dell'art. 2377 c.c., sesto comma, è di novanta giorni dalla data della deliberazione, ovvero, se questa è soggetta ad iscrizione nel registro delle imprese, di novanta giorni dall'iscrizione o, se è soggetta solo a deposito presso l'ufficio del registro delle imprese, di novanta giorni dalla data di quest'ultimo). Secondo una prima tesi, salvo l'ipotesi di successione universale, in cui l'avente causa subentra nella stessa posizione giuridica del dante causa, il soggetto che propone l'impugnazione deve rivestire la qualità di azionista già al tempo della deliberazione e non solo al momento dell'impugnazione medesima. Ne deriva che, anche qualora sussista uno dei presupposti contemplati dal § 245 AktG, l'azionista che acquista la partecipazione successivamente all'assemblea non ha titolo per contestare le deliberazioni in essa assunte. Secondo un'altra tesi, invece, il cessionario delle azioni diventa titolare di tutti i diritti in esse incorporati, fra i quali si annovera anche il diritto di impugnazione nei confronti delle deliberazioni rispetto alle quali il termine per il suo esercizio non sia ancora spirato e purché sia integrata una delle condizioni enucleate dal § 245 AktG. Seguendo questa impostazione, il socio che acquista la partecipazione dopo che l'assemblea si è tenuta conserverebbe il diritto di impugnativa che spetta all'alienante, surrogandosi nella posizione di quest'ultimo verso la società. Per queste considerazioni, cfr. K. SCHMIDT, *Kommentar sub. § 245 AktG*, cit., p. 105, n. 17.

<sup>90</sup> Le ragioni di questa riforma sono espresse chiaramente da T. KUTHE, *Die Fortsetzung der Aktienrechtsreform durch den Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, cit., p. 450, ove si sottolinea che "Bisher steht die Praxis bei Umstrukturierungen ebenso wie bei Zusammenschlüssen von Unternehmen vor der Problem,

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

serva che, inizialmente, si era proposto di subordinare la legittimazione soggettiva all'impugnazione delle delibere ad una *duration of ownership*, ovvero al mantenimento della titolarità della partecipazione per un periodo minimo di tempo. Questa opzione, tuttavia, avrebbe compresso eccessivamente i diritti degli azionisti, non costituendo così una buona soluzione di bilanciamento fra i due valori contrapposti in gioco, ovvero la pienezza dei diritti sociali e la stabilità delle delibere assembleari. Pertanto, si è preferito intervenire sul § 245 *AktG*, prevedendo un ulteriore criterio di legittimazione all'impugnazione fondato su un parametro temporale<sup>91</sup>.

In particolare, sia per gli azionisti dissenzienti (§ 245 *Nr.* 1) sia per quelli che intendono contestare il voto espresso dai soci in vista del conseguimento di un vantaggio proprio o di terzi, a scapito della società o di altri azionisti (§ 245 *Nr.* 3), l'art. 1, comma 21, dell'UMAG restringe la legittimazione all'impugnazione al socio che "*die Aktien schon vor der Bekanntmachung des Tagesordnung erworben hatte*". Ciò significa che tali ipotesi di impugnazione sono in ogni caso precluse a tutti gli azionisti che acquistano la partecipazione successivamente alla pubblicazione dell'avviso di convocazione contenente l'ordine del giorno, ovvero almeno trenta giorni antecedenti l'assemblea. Si potrebbe affermare che l'anteriorità dell'acquisto della partecipazione azionaria rispetto alla data della pubblicazione dell'ordine del giorno si qualifica come criterio di legittimazione all'esercizio del diritto di impugnativa. La motivazione che sorregge questa scelta normativa è data dal fatto che colui che acquista le azioni dopo la pubblicazione dell'ordine del giorno è consapevole delle decisioni che potranno verosimilmente essere assunte in assemblea e, proprio in forza di tale prevedibilità, si giustifica il diniego, nei suoi confronti, di contestare quelle decisioni<sup>92</sup>.

Da quanto finora esposto, in caso di cessione delle azioni in pendenza dell'assemblea, è possibile distinguere due ipotesi particolari, in relazione alle quali si devono coordinare, da un lato, il diritto di intervento e di voto in adunanza e, dall'altro, il diritto di impugnazione delle delibere assembleari. Innanzitutto, una volta convocata l'assemblea, se la partecipazione viene ceduta successivamente alla data di registrazione, il socio alienante dovrebbe ritenersi legittimato ad intervenire e votare all'adunanza, ma non

---

*dass solche Maßnahmen bei börsennotierten Gesellschaften durch missbräuchliche Anfechtungsklagen leicht mehrere Jahre verzögert werden können*".

<sup>91</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 58.

<sup>92</sup> Cfr. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung* sull'UMAG (2004), cit., p. 58; v. anche le riflessioni di T. KUTHE, *Die Fortsetzung der Aktienrechtsreform durch den Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, cit., pp. 450-451, il quale mette in luce la volontà del legislatore di ostacolare il diffuso fenomeno dei cosiddetti "*räuberischen Aktionäre*" (azionisti rapaci), ovvero coloro che, pur avendo acquistato la partecipazione soltanto dopo la convocazione di un'assemblea diretta a decidere questioni particolarmente importanti a livello economico, come un aumento di capitale, decidono comunque di impugnare la deliberazione in essa assunta.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

anche ad impugnare la deliberazione che ivi sarà approvata, non solo perché vi sarebbe carenza di interesse, ma altresì per il fatto che, indipendentemente dal momento a partire dal quale si ritiene che il requisito della qualità di azionista debba sussistere perché vi sia legittimazione all'esercizio del diritto di impugnativa<sup>93</sup>, esso difetta tanto al tempo dell'adozione della deliberazione quanto a quello della proposizione dell'impugnazione. Al contempo, il socio acquirente non è legittimato ad esercitare né il diritto di intervento e di voto né quello di impugnativa.

Se le azioni vengono alienate dopo la pubblicazione dell'ordine del giorno, ma prima della *record date*, si assiste ad una scissione fra l'esercizio del voto e quello di impugnativa: il primo è stabilito, in forza del § 123 *AktG*, a favore del nuovo azionista, mentre il secondo non potrebbe essere ad esso attribuito, in virtù del § 245 *AktG* nella sua nuova formulazione. Peraltro, anche in questo caso, il diritto di impugnativa non dovrebbe ritenersi conferito nemmeno al vecchio socio, per gli stessi motivi menzionati in relazione alla fattispecie precedente. Non rimane che ritenere tale diritto in uno stato di “congelamento”, da cui è destinato ad uscire e ad estendersi nuovamente in tutta la sua pienezza, a favore del nuovo socio, soltanto a partire dall'assemblea successiva.

Il requisito della qualità di azionista alla data di pubblicazione dell'ordine del giorno non è richiesto, ai fini dell'esercizio del diritto di impugnativa, in relazione all'ipotesi contemplata dal § 245 *Nr. 2 AktG*, ovvero alla situazione in cui l'azionista è assente per motivi legati all'illegittimità del diniego di accesso all'adunanza oppostogli dalla società o ad irregolarità nella procedura preassembleare. In tal caso, qualora la cessione della partecipazione avvenga posteriormente alla *record date*, la disciplina non pare cambiare rispetto alle ipotesi precedenti, giacché la qualità di azionista assente presupporrebbe la legittimazione ad intervenire in assemblea, la quale non è certamente conferita al nuovo socio<sup>94</sup>. Se, d'altro canto, le azioni vengono alienate prima della data di registrazione, si deve ritenere che, proprio in virtù della mancanza di una specifica previsione del legislatore che riproduca la limitazione temporale prevista per le altre due fattispecie appena considerate, il nuovo socio abbia non solo la legittimazione a partecipare all'adunanza, ma anche il diritto di reagire contro un'eventuale deliberazione invalida che potrebbe esservi assunta.

Da queste premesse sulla legittimazione soggettiva all'esercizio dell'impugnazione delle delibere assembleari si può riscontrare la profondità della divergenza della disciplina tedesca rispetto a quella italiana. Mentre in Germania la legittimazione al-

<sup>93</sup> V. più ampiamente il dibattito dottrinale richiamato in nota 89.

<sup>94</sup> D'altra parte, ricorrendo ad una diversa argomentazione, sembra potersi configurare un'impugnazione fondata sull'assenza dovuta ad irregolarità nella convocazione dell'assemblea o nella pubblicazione dell'ordine del giorno. Difatti, la tipizzazione dell'ipotesi dell'illegittimità del rifiuto di accesso, il quale implica una valutazione dell'emittente sul diritto del nuovo socio di intervenire e votare in adunanza, potrebbe indurre ad escludere che gli altri due presupposti dell'assenza postulino la sussistenza della sua legittimazione a partecipare all'assemblea.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

l'impugnazione è negata non solo all'azionista che acquista le azioni successivamente alla *record date*, ma anche al socio che le acquista anteriormente ad essa e che dunque ha il diritto di intervenire e votare in assemblea, nel caso in cui il trasferimento sia avvenuto dopo la pubblicazione dell'ordine del giorno, in Italia, in base al nuovo art. 127-*bis* del TUF, il socio a cui sono cedute le azioni successivamente alla data di registrazione conserva il potere di reagire nei confronti di una deliberazione invalida, addirittura, secondo una possibile interpretazione, qualora il cedente abbia votato favorevolmente ad essa<sup>95</sup>.

La giustificazione di tali opposte soluzioni deve rinvenirsi nella diversità di prospettiva e nella disomogeneità dei valori meritevoli di tutela che hanno mosso l'intervento del legislatore tedesco e di quello italiano. Il primo ha inteso porre in risalto il valore della certezza delle decisioni assembleari come presupposto per la stabilità del buon governo societario e, di conseguenza, ha guardato all'impugnazione come rimedio eccezionale, a cui l'azionista è legittimato a ricorrere in ipotesi ristrette e ben delineate. Tale atteggiamento restrittivo, peraltro, si rivela così severo da disconoscere la legittimazione all'impugnazione perfino all'azionista legittimato all'intervento ed al voto in assemblea, quando, come si è visto, ha acquistato le azioni nel periodo intercorrente fra la data della pubblicazione dell'ordine del giorno e quella della *record date*<sup>96</sup>. Diversamente, il legislatore italiano ha posto in luce un valore diverso, ovvero la pienezza dei diritti degli azionisti e, pertanto, ha subordinato la contestazione delle delibere assembleari a requisiti piuttosto ampi e generali, ovvero il dissenso, l'assenza o l'astensione del socio. Tuttavia, questa soluzione, che comporta il riconoscimento senza limiti del diritto di impugnativa anche al socio che, avendo acquistato le azioni dopo la *record date*, risulta privo di le-

---

95 Per un approfondimento del tema, v. R. SECONDO, *L'attuazione della Direttiva Record Date: profili di criticità e soluzioni interpretative (II parte) (3. Riflessi della Direttiva Record Date sul diritto di impugnativa delle delibere assembleari e sul diritto di recesso)*, in attesa di pubblicazione su questa Rivista.

96 Ci si deve chiedere, peraltro, fino a che punto questa fattispecie si discosti da quella derivante dalla subordinazione della legittimazione all'impugnazione ad una *duration of ownership*, dal momento che, anche nel nostro caso, benché il nuovo azionista sia legittimato ad intervenire e votare in assemblea, avendo ottenuto la partecipazione anteriormente alla *record date*, non può impugnare una deliberazione invalida se non risulta socio da almeno trenta giorni, ovvero il termine minimo precedente l'adunanza entro il quale la società deve pubblicare l'avviso di convocazione contenente l'ordine del giorno. Diversamente, J. JAHN, *UMAG: Das aus für «räuberische Aktionäre» oder neues Erpressungspotenzial?*, in *BB*, 2005, I, pp. 9-10, il quale non solo mette in luce che la modifica del § 245 *AktG* non porta all'individuazione di un *Mindestbesitzzeit* al fine della legittimazione all'impugnazione delle delibere invalide, ma è altresì critico sulla sua effettiva capacità di raggiungere il risultato che il legislatore si era prefissato, ovvero un minore abuso delle impugnazioni, giacché questo riguarda i soli soci che dovessero acquistare la partecipazione successivamente alla pubblicazione dell'ordine del giorno.



# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

gittimazione alla partecipazione in adunanza, rischia di mettere seriamente in discussione la stabilità delle decisioni assembleari.

Infine, è interessante osservare che, pur essendo così diverse, entrambe le discipline, italiana e tedesca, paiono formalmente in linea con le disposizioni della DSHR. Ciononostante, sorgono dubbi sull'adeguatezza del § 245 *AktG* allo spirito che sostiene l'impianto della direttiva nel suo complesso, ovvero il rafforzamento dei diritti degli azionisti. In particolare, ci si deve chiedere se questo obiettivo non sia di fatto disatteso allorché, mentre la DSHR intende rimuovere ogni ostacolo al trasferimento delle partecipazioni, anche in pendenza dell'assemblea, il § 245 *AktG* è potenzialmente in grado di limitare fortemente l'azionista nelle proprie scelte di investimento. Difatti, egli risulta disincentivato ad acquistare azioni successivamente alla *record date*, dal momento che, così facendo, non solo non potrà partecipare alla successiva assemblea ed esprimervi il proprio voto, ma non sarà nemmeno legittimato a reagire attraverso lo strumento dell'impugnazione, qualora dovesse essere approvata una deliberazione pregiudizievole nei suoi confronti.

Procedendo nell'analisi comparatistica del sistema della data di registrazione, come nell'ordinamento italiano, anche in quello tedesco si ripropone il tema della natura della *record date* allorché ad essa segua la cessione della partecipazione prima dell'evento assembleare. Posto che il soggetto legittimato ad intervenire e votare in adunanza è certamente colui che risulta titolare delle azioni al ventunesimo giorno antecedente la data dell'assemblea, ci si deve chiedere se il semplice fatto che tali azioni siano da esso detenute alla data di registrazione sia sufficiente ad assicurargli la piena libertà nell'espressione del voto, anche in contrasto con l'interesse del nuovo azionista, il quale, di converso, non potrà intervenire pur essendo l'attuale titolare della partecipazione. Riproponendo le argomentazioni addotte trattando del recepimento della DSHR nel nostro ordinamento<sup>97</sup>, si può affermare che, qualora si conferisse alla data di registrazione un'efficacia dissociativa della titolarità del diritto di voto dalla partecipazione, allora esso sarebbe liberamente esprimibile dal vecchio socio, senza limitazioni legate all'esigenza di tutelare la posizione del nuovo azionista. Se, d'altra parte, tale efficacia dissociativa non operasse, allora la legittimazione dell'alienante sarebbe secondaria e derivativa rispetto alla posizione dell'acquirente, il quale rimarrebbe l'unico titolare del diritto di voto. Ne deriva che, non potendo l'espressione del voto del cedente pregiudicare gli interessi del cessionario, i quali sono meritevoli di una tutela preminente, e non essendo configurabile un accordo del primo con il secondo, data la modalità con cui si svolge l'acquisto di azioni quotate in borsa, è giocoforza concludere nel senso che l'*ex socio* a-

---

97 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?*), in attesa di pubblicazione su questa Rivista.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

vrebbe un obbligo di astensione dall'esercizio del voto, che cadrebbe in uno stato di quiescenza fino al termine dell'evento assembleare.

Quest'ultima lettura sembra trovare molteplici argomenti di sostegno nell'ordinamento tedesco. In particolare, pare avere un ruolo importante il § 123 *Abs.* 3 S. 6 *AktG*, il quale sottolinea che la titolarità delle azioni alla data di registrazione è determinante, ai fini della legittimazione alla partecipazione in assemblea, “*im Verhältnis zur Gesellschaft*”<sup>98</sup>. A partire da questa formulazione, sembra possibile ritenere che, proprio per il fatto che la *record date* si pone come criterio legittimante “nei confronti della società”, nei confronti dell'azionista che ha acquistato le azioni successivamente ad essa sia configurabile una posizione meritevole di particolare tutela. Invero, l'interesse che lo assiste è certamente più significativo di quello che sostiene l'intervento ed il voto del vecchio socio, nei confronti del quale dovrebbe riconoscersi, di conseguenza, un dovere di astensione<sup>99</sup>.

Inoltre, ragionando *a contrario*, se si ritenesse che la *record date* avrebbe l'effetto di scindere la titolarità della partecipazione dalla titolarità del diritto di voto, così che il diritto del vecchio socio di intervenire e votare liberamente in assemblea sarebbe assolutamente pieno ed indipendente dalla posizione dell'acquirente, gli interessi di quest'ultimo sarebbero completamente privi di tutela rispetto ad una decisione assembleare i cui effetti si estendono anche nei suoi confronti ed avverso la quale, sebbene sia già azionista nel momento in cui viene adottata, non può né manifestare il proprio dissenso né proporre impugnazione.

Infine, la tesi dell'obbligo di astensione dal voto in capo al vecchio socio sarebbe più rispettosa degli obiettivi che si pone la DSHR, poiché, potendo rappresentare, a favore del nuovo socio, una sorta di “contropartita” rispetto alla menomazione del diritto di impugnativa che affligge le azioni da esso acquistate, mitigherebbe l'effetto disincentivante di tale menomazione nei confronti delle cessioni di pacchetti azionari in prossimità delle assemblee.

### **3. Un confronto fra il sistema italiano e quello tedesco: l'efficienza dell'*Aktienregister* può consentire una deroga al meccanismo della *record date*?**

Il legislatore comunitario, all'art. 7, secondo comma, secondo paragrafo, della DSHR consente agli Stati membri di escludere l'applicazione del meccanismo della data di registrazione nei confronti di quelle società che sono in grado di desumere nomi ed

---

98 La stessa locuzione, come si è visto, compare anche con riferimento agli effetti dell'iscrizione del socio nel registro degli azionisti, per quanto concerne le azioni nominative, al § 67 *Abs.* 2 S. 1 *AktG*.

99 Sostiene questa tesi T. KUTHE, *Die Fortsetzung der Aktienrechtsreform durch den Entwurf eines Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts*, cit., p. 451.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

indirizzi degli azionisti da un registro aggiornato alla data dell'assemblea. A partire da questa disposizione, il legislatore italiano ha optato per una soluzione che, oltre ad indicare espressamente in quali casi il libro soci deve essere aggiornato, avrebbe l'effetto di consentire un meccanismo di identificazione dei soci in tempo reale.

Innanzitutto, il combinato disposto dai nuovi articoli 83-*undecies* e 83-*novies* del TUF, introdotti dall'art. 2 del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, prevede le ipotesi in cui gli emittenti sono tenuti ad aggiornare il libro soci in seguito alle comunicazioni effettuate dagli intermediari. Più in particolare, l'obbligo di aggiornamento del libro soci sussiste in relazione all'esercizio del diritto di opzione, all'assegnazione, alla conversione, alla messa in pagamento dei dividendi, al rilascio delle comunicazioni, all'iscrizione di vincoli e deve essere adempiuto entro trenta giorni dalla segnalazione o comunicazione da parte dell'emittente<sup>100</sup>. L'annotazione dei trasferimenti, invece, è necessaria solo previa richiesta del socio<sup>101</sup>. Si deve notare, inoltre, che, in corrispondenza di un termine fissato nei confronti degli emittenti per l'aggiornamento del libro soci, il legislatore non ha previsto un termine per l'effettuazione delle comunicazioni da parte degli intermediari, la cui individuazione è quindi rimessa alla Consob<sup>102</sup>.

Nell'ipotesi in cui le società quotate non abbiano ancora provveduto ad utilizzare le moderne tecnologie informatiche ed il libro soci sia ancora in formato cartaceo, il nuovo art. 83-*undecies*, secondo comma, del TUF rinuncia a disporre la conversione in formato elettronico in via generale, limitandosi a prevedere la comunicazione delle sue risultanze ai soci in formato elettronico su loro richiesta<sup>103</sup>.

---

<sup>100</sup> Vi sono, peraltro, opinioni critiche sull'opportunità di una riduzione del termine per l'aggiornamento del libro soci da novanta a trenta giorni, in considerazione della pesante sanzione prevista in caso di inottemperanza dall'art. 190, secondo comma, lettera d-*sexies*, così come novellato dall'art. 4, primo comma, lettera c) del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27. Tale norma, infatti, infligge ai soggetti che svolgono funzioni di amministrazione degli emittenti una sanzione ricompresa fra €2.500 ed €250.000. V. in merito le osservazioni di Confindustria al documento di seconda consultazione per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE del 24 luglio 2009, reperibili sul sito [www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it), p. 7.

<sup>101</sup> V. il documento di seconda consultazione per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE del 24 luglio 2009, reperibile sul sito [www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it), p. 7.

<sup>102</sup> È da notare che, in caso di inottemperanza a tali obblighi, l'art. 190 del TUF, così come novellato dall'art. 4, primo comma, lettera b) del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27, prevede, alla lettera b-*bis* del secondo comma, che l'intermediario sia assoggettato ad una sanzione ricompresa fra €2.500 ed €250.000.

<sup>103</sup> A tal proposito, si deve ricordare che l'art. 2215-*bis* c.c., recentemente introdotto dall'art. 16, comma 12-*bis*, del d.l. 29 novembre 2008, n. 185, convertito in legge 28 gennaio 2009, n. 2, già prevede che “*i libri, i repertori, le scritture e la documentazione la cui tenuta è obbligatoria per disposizione di legge o di regolamento o che sono richiesti dalla natura o dalle dimensioni dell'impresa possono essere formati e tenuti con strumenti informatici*”. Inoltre, le registrazioni contenute in tali documenti devono potersi consultare in ogni momento con i mezzi messi a di-

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Data la delega legislativa piuttosto ampia<sup>104</sup>, il legislatore ha provveduto ad una riforma che ha l'obiettivo di portare il libro soci, seppure con i dubbi che verranno tra poco chiariti, ad essere uno strumento centrale di trasparenza ed informazione sull'identità degli azionisti, allineandosi agli standard comuni ormai a diversi Paesi europei. È da osservare, preliminarmente, che una riforma di questa portata implica un mutamento nella struttura del sistema di gestione accentrata e nella funzione degli intermediari<sup>105</sup>. In precedenza, infatti, una fotografia degli azionisti in tempo reale non poteva essere fornita a causa di disfunzioni riguardanti tanto il meccanismo di gestione accentrata quanto il sistema di tenuta ed aggiornamento del libro soci. Sotto il primo profilo, il nostro ordinamento è caratterizzato da una moltitudine di istituti finanziari che detengono i titoli per conto dei clienti e poi provvedono alla loro riconciliazione a livello di società di gestione accentrata. Sotto il secondo profilo, in conseguenza del fatto che il libro soci viene aggiornato solo in occasione di determinati eventi, esso è soggetto a stratificazioni temporali dovute a registrazioni in tempi diversi di azionisti diversi e tale aggiornamento è comunque rimesso alla tempistica della trasmissione dei dati dall'intermediario alla società emittente.

Con uno sguardo alle altre esperienze europee, si può osservare che esistono fondamentalmente due sistemi di gestione accentrata che consentono l'aggiornamento in tempo reale della lista degli azionisti. In diversi ordinamenti, quali la Francia, la Spagna ed i Paesi scandinavi, esiste un unico organismo istituzionale avente funzioni di *Registry* per tutte le società emittenti e che detiene gli strumenti finanziari per conto degli azionisti. In altri Paesi, le stesse funzioni di *Registry* sono esercitate da società che operano a favore dei vari emittenti singolarmente. In entrambi le ipotesi, peraltro, il meccanismo di gestione garantisce la piena intelligibilità della compagine azionaria in ogni momento, attraverso l'acquisto delle liste nel primo caso ed attraverso il rapporto di collaborazione privata instaurato con il *Registry* nel secondo<sup>106</sup>.

---

sposizione dal soggetto tenentario e “*costituiscono informazione primaria e originale da cui è possibile effettuare, su diversi tipi di supporto, riproduzioni e copie per gli usi consentiti dalla legge*”. Infine, gli obblighi di numerazione progressiva e vidimazione, eventualmente stabiliti da disposizioni di legge o di regolamento per la tenuta dei libri, repertori e scritture, verrebbero assolti, in caso di tenuta con strumenti informatici, mediante apposizione periodica della marcatura temporale e della firma digitale dell'imprenditore o di un suo delegato.

<sup>104</sup> L'art. 31, primo comma, lettera h) della legge 7 luglio 2009, n. 88 sembra incentivare una riforma del sistema di aggiornamento del libro soci, richiedendo al legislatore delegato di valutare l'opportunità di introdurre un meccanismo di identificazione degli azionisti per il tramite degli intermediari.

<sup>105</sup> V. le osservazioni di Sodali al documento di seconda consultazione per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE del 24 luglio 2009, cit., pp. 6-7, reperibili sul sito [www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it).

<sup>106</sup> Cfr. le osservazioni di Sodali al documento di seconda consultazione per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE del 24 luglio 2009, cit., pp. 6-7, ove si osserva che una riforma del sistema

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

La possibilità per la società di conoscere i dati identificativi degli azionisti assume altresì una veste rilevante per la corretta applicazione degli obblighi derivanti dalla direttiva *Transparency*. Quest'ultima, infatti, al terzo paragrafo dell'art. 17, dedicato agli obblighi di informazione per gli emittenti le cui azioni sono quotate in un mercato regolamentato, prevede la possibilità che la trasmissione delle informazioni agli azionisti possa avvenire con mezzi elettronici, in presenza di determinate condizioni<sup>107</sup>. Come osservato dalla Consob già in sede di consultazione per il recepimento della direttiva menzionata<sup>108</sup>, l'effettiva utilizzabilità dei mezzi elettronici quale strumento alternativo di adempimento degli obblighi informativi dell'emittente richiede la conoscenza dei dati identificativi degli azionisti, in modo da poterli contattare per richiedere loro il consenso all'utilizzo dei mezzi elettronici per la trasmissione delle informazioni, e tali dati sono conosciuti dagli intermediari depositari dei titoli, da cui la necessità che gli intermediari non impediscano all'emittente di conoscere i dati identificativi degli azionisti.

Le ragioni per cui il legislatore, nei lavori preparatori per il recepimento della DSHR, era diffidente verso l'introduzione di questo meccanismo nel nostro ordinamento sono da ricercare nella scarsa contendibilità delle società quotate italiane e nella difficoltà di garantire la possibilità per gli emittenti di conoscere i *beneficial owners* nell'ipotesi di intestazione fiduciaria delle partecipazioni<sup>109</sup>. Tuttavia, anche grazie alle sollecitazioni intervenute in sede di consultazione<sup>110</sup>, l'art. 2 del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 27 introduce nel TUF l'art. 83-*duodecies* che, sulla scia dell'esperienza di altri Paesi europei, consente, al primo comma, che le società italiane con azioni ammesse alla negoziazione nei mercati regolamentati o nei sistemi multilaterali di negoziazione italiani o di altri Paesi dell'Unione europea con il consenso dell'emittente possano chiedere, in qualunque momento e con oneri a proprio carico, agli intermediari, tramite una società di gestione accentrata, i dati identificativi degli azionisti che non abbiano espressamente vietato la comunicazione degli stessi, unitamente al numero di azioni registrate sui conti ad essi intestati. Il secondo comma precisa che, entro dieci giorni, la richiesta informati-

---

italiano verso uno di questi due metodi, seppur auspicabile, sembra di difficile implementazione, a causa dei profondi cambiamenti che sarebbero necessari nel sistema dell'intermediazione finanziaria.

<sup>107</sup> La disposizione è stata recepita dall'art. 1 del D. Lgs. 6 novembre 2007, n. 195, che ha novellato l'art. 92 del TUF, il quale demanda ad un regolamento della Consob la disciplina della trasmissione delle informazioni mediante l'utilizzo di mezzi informatici.

<sup>108</sup> V. il documento di consultazione della Consob del 7 luglio 2008, pp. 21-22, reperibile sul sito [www.consob.it](http://www.consob.it).

<sup>109</sup> V. il documento di seconda consultazione per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE del 24 luglio 2009, cit., pp. 7-8.

<sup>110</sup> Cfr. le osservazioni di Assonime al documento di seconda consultazione per l'attuazione della direttiva 2007/36/CE del 24 luglio 2009, p. 9, nonché le osservazioni di Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP allo stesso documento, p. 7, entrambe reperibili sul sito [www.dt.tesoro.it](http://www.dt.tesoro.it).

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

va dovrà essere soddisfatta ed i dati ottenuti dovranno essere messi a disposizione di tutti gli azionisti, salvo che sia previsto un diverso termine con regolamento congiunto della Consob e della Banca d'Italia. Inoltre, lo statuto può prevedere che questo nuovo sistema di identificazione dei soci possa essere attivato anche da singoli azionisti, purché in possesso di una quota minima di capitale che fa riferimento a quella prevista per la presentazione delle liste dei candidati al consiglio di amministrazione. I relativi costi sono ripartiti fra la società ed i soci richiedenti secondo i criteri stabiliti dalla Consob con regolamento, avendo riguardo all'esigenza di non incentivare l'uso dello strumento da parte dei soci per finalità non coerenti con l'obiettivo di facilitare il coordinamento fra i soci stessi al fine di esercitare i diritti che richiedono una partecipazione qualificata<sup>111</sup>. La società dovrà rendere nota al mercato l'avvenuta presentazione dell'istanza di identificazione, corredata delle motivazioni della richiesta o dall'identità e dalla partecipazione complessiva dei soci istanti, qualora il procedimento di identificazione sia stato attivato su loro domanda<sup>112</sup>.

Nonostante, come già accennato, l'introduzione della norma in esame sia da accogliere favorevolmente, non si possono ignorare le critiche ed i dubbi che emergono dai limiti della sua portata applicativa, i quali rischiano di pregiudicare gli scopi di trasparenza ed informazione che essa si prefigge in relazione all'aggiornamento del libro soci.

Innanzitutto, occorre sottolineare che gli intenti del legislatore rischiano di essere posti nel nulla dal fatto che, da un lato, l'identificazione degli azionisti non opera a livello generale, ma solo in presenza di una disposizione statutaria espressa e, dall'altro, è consentito agli azionisti di vietare la comunicazione dei propri dati identificativi. Quest'ultima previsione, in particolare, sembra esprimere una scelta legislativa di far prevalere, sull'interesse della società e degli azionisti alla conoscibilità degli assetti proprietari, l'interesse alla riservatezza di coloro che non intendono rendere manifesta la propria partecipazione.

Tale interesse nei confronti dell'emittente, tuttavia, non si coordina affatto con l'art. 114 del TUF, che fa obbligo di comunicare le partecipazioni superiori al 2%, oltre che alla Consob, proprio agli emittenti. Difatti, la soglia in questione assumerebbe la funzione, che pare eccessiva, di “spartiacque” fra l'obbligo dell'azionista di venire allo scoperto ed il suo diritto di rimanere nell'anonimato<sup>113</sup>.

In secondo luogo, la norma solleva delle perplessità per quanto riguarda la sua coerenza con il regime della nominatività obbligatoria delle azioni dematerializzate. Nel nostro ordinamento tali azioni conservano la possibilità di essere nominative od al por-

<sup>111</sup> Art. 83-*duodecies*, terzo comma, del TUF.

<sup>112</sup> Art. 83-*duodecies*, quarto comma, del TUF.

<sup>113</sup> L'osservazione è di N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2010, p. 259.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

tatore, ovvero, in mancanza di supporto documentale, “anonime”, ma queste ultime concernono solamente le azioni di risparmio. Pertanto, dal momento che nel sistema di gestione accentrata la nominatività non attiene alla modalità della circolazione, la quale è indifferente a questo profilo, ma alla conoscibilità dell'identità del titolare da parte dell'emittente, non si comprende come gli azionisti possano opporre all'intermediario il divieto di comunicare all'emittente stesso i loro dati.

In terzo luogo, stupisce il fatto che la richiesta dell'emittente debba essere formulata per mezzo della società di gestione accentrata, giacché essa non partecipa al sistema delle comunicazioni che gli intermediari inviano direttamente all'emittente o delle certificazioni che sono rilasciate ai richiedenti e da questi esibite all'emittente. Inoltre, i conti accesi presso la società di gestione accentrata non rivelano i nominativi degli azionisti, ma sono intestati agli intermediari per conto dei clienti<sup>114</sup>.

Infine, la disposizione in esame, prevedendo che gli azionisti che intendono promuovere un'istanza di identificazione della compagine sociale debbano essere in possesso di una quota minima di partecipazione, potrebbe pregiudicare i piccoli soci, ai quali continuerebbe ad essere precluso l'accesso all'informazione sugli azionisti della società in cui investono.

In virtù di queste considerazioni, è giocoforza interpretare l'art. 83-*duodecies* del TUF in modo restrittivo, nel senso che “*la facoltà degli azionisti di non rivelare i propri dati all'emittente può attenersi esclusivamente alle azioni anonime, cioè alle azioni di risparmio*”<sup>115</sup>. Tuttavia, giova osservare che l'articolo in esame non tratta il tema dei *beneficial owners*, ovvero coloro che, mediante l'istituto dell'intestazione fiduciaria, si propongono l'obiettivo di celare la propria identità ed agiscono attraverso un *registered owner*. È evidente che, anche accogliendo l'ipotesi interpretativa appena richiamata, la norma in questione non consente in alcun modo di sapere se il soggetto che risulta titolare delle azioni presso l'intermediario detiene la partecipazione per conto proprio o nell'interesse di qualcun altro<sup>116</sup>.

---

<sup>114</sup> N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, cit., p. 260.

<sup>115</sup> N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, cit., p. 260.

<sup>116</sup> Peralto, la stessa DSHR contiene una disposizione in materia di voto fiduciario che sembra voler trovare una soluzione di bilanciamento tra la necessità di promuovere un sistema trasparente e l'esigenza di tutelare la discrezione e la riservatezza sottese a questo istituto. In particolare, l'art. 13 consente che la legge applicabile all'emittente preveda obblighi di comunicazione a carico del *registered owner*, limitandoli però all'identità del cliente ed al numero di azioni a questo pertinente. Inoltre, la legge nazionale può richiedere che l'azionista sia autorizzato dal cliente ad esercitare il diritto di voto, ma i requisiti formali dell'autorizzazione devono limitarsi a quanto strettamente necessario per l'identificazione del cliente e la verifica delle eventuali istruzioni di voto.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

Come conclusione, si può affermare che la portata informativa del libro soci denota profonde incertezze, a causa della timidezza dell'intervento del legislatore nell'introduzione dell'art. 83-*duodecies* del TUF e delle notevoli contraddizioni di questa disposizione, che, come si è visto, ne rendono difficile una chiara e precisa contestualizzazione nel nostro ordinamento.

Dopo aver illustrato la disciplina italiana, è interessante verificare se il registro degli azionisti delle società quotate tedesche permetta il raggiungimento di tale obiettivo, così potendosi ipotizzare l'applicazione in Germania dell'art. 7, secondo comma, secondo paragrafo, della DSHR.

A questo proposito, si deve mettere in luce che il ruolo del registro degli azionisti tedesco ha avuto un'evoluzione storica diversa, se non opposta, rispetto al libro soci previsto nel nostro ordinamento. Quest'ultimo, come si è illustrato, ha progressivamente perso la propria portata legittimante, la quale ha lasciato spazio, nel corso del tempo e con l'avvicinarsi degli interventi legislativi, ad una funzione meramente informativa, che, peraltro, data l'incapacità strutturale di questo strumento di fornire una "fotografia" aggiornata dei soci, assume un carattere decisamente relativo. Al contrario, il ruolo del registro degli azionisti tedesco sembra aver percorso una parabola ascendente, nel senso che la sua portata legittimante all'esercizio dei diritti sociali non è mai venuta meno, mentre quella informativa si è perfino rafforzata, grazie ad interventi normativi che, come si vedrà, ne hanno imposto l'informatizzazione e, allo stesso tempo, lo hanno reso uno strumento essenziale per attuare e garantire la costante trasparenza dell'azionariato.

Questo progressivo rafforzamento della portata informativa dell'*Aktienregister* ha avuto luogo soprattutto nell'ultimo decennio e lo ha reso, sebbene non senza alcuni limiti, un mezzo efficiente per la rappresentazione aggiornata e veritiera della compagine sociale<sup>117</sup>. Non potendo in questa sede ripercorrere in modo analitico il dibattito dottrinale che ha accompagnato i vari interventi legislativi sul § 67 *AktG* – in cui, come si è già visto trattando della *record date* nelle società che hanno emesso azioni nominative, è enucleata la disciplina del libro soci – pare opportuno illustrare le più importanti disposizioni normative avendo, come punto di riferimento, la completezza e la trasparenza dell'*Aktienregister*. Si tratta di concetti in parte differenti, giacché il primo guarda all'eshaustività del libro soci sotto un profilo quantitativo, mentre il secondo si concentra sulla sua veridicità da un punto di vista qualitativo<sup>118</sup>, sebbene essi tendano ad intrecciarsi

<sup>117</sup> Si può ritenere che questo processo di modernizzazione del libro soci sia iniziato nel 2001 con la *NaStraG*, che, come già osservato, ha previsto la conversione dell'*Aktienbuch* cartaceo nell'*Aktienregister* elettronico ed ha incentivato la collaborazione degli intermediari con gli emittenti nella comunicazione dei dati relativi agli azionisti.

<sup>118</sup> Più precisamente, la completezza del libro soci si traduce nella sua capacità di attribuire ciascuna partecipazione ad un determinato soggetto, evitando che vi siano partecipazioni alle quali non corrisponde il nominativo di alcun azionista. Al contempo, il concetto di trasparenza implica l'attitudine dell'*Aktienregister* ad assicurare che il soggetto al quale risulta attribuita una par-



# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

ed a sovrapporsi nella costruzione della sua funzione legittimante ed informativa. Pertanto, nell'esposizione che segue, verranno trattati separatamente, giacché in tal modo sarà più agevole comprendere la portata delle innovazioni normative del legislatore tedesco, nonché le loro ripercussioni sulla disciplina della *record date* introdotta dalla DSHR.

Nella prassi può accadere che il socio che ha acquistato un pacchetto azionario preferisca non rivelare i propri dati, per ragioni normalmente legate all'opportunità di celare la sua qualità di azionista o l'ammontare delle azioni da esso possedute. Dal momento che ciò non è possibile se interviene la sua iscrizione nell'*Aktienregister*, giacché in tal caso sorgerebbe un obbligo di comunicazione dei suoi dati in forza del § 67 Abs. 1 *AktG*, in passato il socio che acquistava la partecipazione poteva scegliere di non sollecitare l'iscrizione del proprio nominativo nel libro soci della società, una volta intervenuta la cancellazione di quello del vecchio azionista<sup>119</sup>. In tal modo, i suoi dati venivano celati e, salva l'ipotesi di iscrizione di un terzo per conto del titolare della partecipazione (*Dritteintragung*)<sup>120</sup>, si creava una *Leerstelle* ("posto vuoto", da intendersi nel senso di lacuna nella riconducibilità della partecipazione al soggetto che la detiene) nell'*Aktienregister*. Essendo questa prassi contraria alle esigenze di completezza e chiarezza delle risultanze del libro soci, il legislatore è intervenuto con il *Risikobegrenzungs-gesetz*, entrato in vigore il 19 agosto 2008 ed avente lo scopo di promuovere la trasparenza degli assetti proprietari nelle società per azioni<sup>121</sup>. Esso ha comportato l'introduzione del § 67

---

tecipazione ne sia effettivamente il titolare oppure, qualora si tratti di un terzo, il titolare sia comunque identificabile.

<sup>119</sup> Si noti che il socio che aliena la partecipazione è tenuto unicamente a comunicare all'emittente l'intervenuta cessione delle azioni, mentre non può chiedere contestualmente l'iscrizione dell'acquirente nell'*Aktienregister*. In altre parole, soltanto il nuovo azionista può subentrare nella posizione dell'alienante, mediante un'autonoma manifestazione di volontà, che si esprime attraverso la richiesta all'emittente di essere iscritto nel libro soci, come osserva H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 37.

<sup>120</sup> Essa poteva assumere forme diverse: quella della *Legitimationseintragung*, in cui il terzo era legittimato ad esprimere il voto per conto del titolare della partecipazione, e quella della *Platzhaltereintragung*, ove il diritto di voto non poteva essere esercitato dal terzo e doveva ritenersi sospeso fino a quando non interveniva l'iscrizione del socio nell'*Aktienregister*. Diverso dalla *Dritteintragung* è l'istituto dell'instestazione fiduciaria (*Vollrechtstreuhand*), ove non si assiste all'iscrizione nel libro soci di un terzo, ma di colui che è formalmente titolare della partecipazione (*registered owner*), benché la detenga nell'interesse di un terzo soggetto (*beneficial owner*), rispetto al quale sussiste un vincolo di natura fiduciaria. Sul punto cfr. H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 14-15.

<sup>121</sup> V. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungs-gesetz*, del 1 novembre 2007, reperibile sul sito [www.bundestag.de](http://www.bundestag.de), nella cui premessa si legge che "ein Anstieg von Finanzinvestitionen stellt die Kapitalmärkte und ihre Akteure gleichzeitig aber auch vor neue Herausforderungen. Es geht um Risiken für die Stabilität des Finanzsystems ebenso wie um Risiken für

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

*Abs. 1 S. 2 AktG*, secondo cui “*der Inhaber ist verpflichtet, der Gesellschaft die Angaben nach Satz 1 mitzuteilen*”. Il carattere apodittico di questa disposizione, tuttavia, ha sollevato alcuni dubbi interpretativi.

Innanzitutto, ci si è chiesti se esso introduca un vero e proprio obbligo di *Selbsteintragung* per il titolare della partecipazione, così escludendo la tutela del suo anonimato attraverso il ricorso all'iscrizione, per suo conto, di un terzo nell'*Aktienregister* (normalmente una banca od un altro intermediario). A questo proposito, si ritiene che l'iscrizione del terzo rimanga possibile per tutte le società non quotate. Infatti, sebbene “*die Satzung kann Näheres dazu bestimmen, unter welchen Voraussetzungen Eintragungen im eigenen Namen für Aktien, die einem anderen gehören, zulässig sind*”<sup>122</sup>, le limitazioni all'iscrizione di terzi che lo statuto ha la facoltà di prevedere – le quali consistono normalmente nella fissazione di una soglia di capitale sociale, espressa in percentuale, che, una volta raggiunta, impedisce al titolare delle azioni l'iscrizione di un terzo nell'*Aktienregister* – non possono comunque portare ad un divieto generale di *Dritteintragung*, poiché esso risulterebbe eccessivo e non giustificato in relazione al fatto che tali società non operano nei mercati regolamentati<sup>123</sup>. Al contrario, per le emittenti quotate, lo stesso legislatore rileva la necessità che, al fine di assicurare la massima trasparenza sul mercato ed evitare difficoltà di gestione delle partecipazioni, si debba vietare senza eccezioni l'iscrizione di terzi da parte del titolare della partecipazione<sup>124</sup>.

Si deve ora osservare cosa accade nel caso in cui l'azionista che acquista una partecipazione non ottemperi all'obbligo di iscrizione personale nell'*Aktienregister*, in una società quotata o anche non quotata, qualora venga raggiunta la soglia statutaria di

---

*die Zielunternehmen selbst*”. Per questi motivi, è di assoluta importanza “*die Herstellung von Transparenz*”.

<sup>122</sup> § 67 *Abs. 1 S. 3 AktG*.

<sup>123</sup> Per un approfondimento sulla portata delle limitazioni che possono essere previste dagli statuti, cfr. H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 31 ss., il quale osserva che, avendo lo statuto la facoltà di stabilire “a quali condizioni” è subordinata l'iscrizione di un terzo nell'*Aktienregister*, quest'ultima deve ritenersi implicitamente legittima, così che non vi è spazio per un'autonomia statutaria che si estenda fino a vietare del tutto la *Dritteintragung*. Peraltro, si deve segnalare il diverso orientamento espresso nei lavori preparatori, di cui al *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungsgesetz*, cit., p. 15: “*bei nicht börsennotierten Gesellschaften [ist] ein vollständiger Ausschluss von Fremdbesitzeintragungen denkbar*”.

<sup>124</sup> V. il *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungsgesetz*, cit., p. 15. V. altresì H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 32. Si noti, peraltro, che il divieto di iscrizione nel libro soci di soggetti diversi dal titolare della partecipazione è da considerarsi in senso relativo, giacché la sua violazione non comporta, come sanzione, la cancellazione del nominativo del soggetto iscritto, ma soltanto la sospensione del diritto di voto, come si vedrà fra poco.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

partecipazione sociale al di sopra della quale non è ammessa la *Dritteintragung*. Una volta che il vecchio socio ha comunicato di aver ceduto le proprie azioni, ha ottenuto la cancellazione del suo nominativo dal libro soci e questa non è seguita da una nuova iscrizione, la società ha la facoltà di richiedere all'intermediario che ha eseguito la transazione di iscriversi in luogo del titolare della partecipazione<sup>125</sup> senza diritto di voto (*Platzhaltereintragung*). Quest'ultimo, in conseguenza della violazione dell'obbligo ad esso imposto di comunicare i propri dati, subisce la sospensione del diritto di voto finché non provvede alla propria iscrizione<sup>126</sup>. Questa severità di trattamento, che, peraltro, non si spinge alla sospensione del diritto alla riscossione dei dividendi, si giustifica alla luce dell'effettività delle norme menzionate. In assenza di specifiche sanzioni a carico degli azionisti inadempienti, infatti, è verosimile ritenere che tali regole, che si pongono in netto contrasto con l'interesse all'anonimato degli azionisti, non sarebbero rispettate, con la conseguenza che il fenomeno delle *Leerstellen* non verrebbe adeguatamente contrastato e l'obiettivo di un *Aktienregister* completo ed esauriente rimarrebbe di difficile concretizzazione<sup>127</sup>.

Una volta accertato che la società può impedire che vi siano partecipazioni alle quali, secondo le risultanze dell'*Aktienregister*, non corrisponde il nominativo di alcun azionista – e ciò avviene attraverso una richiesta di *Platzhaltereintragung* rivolta al depositario – si deve verificare quali siano gli strumenti offerti all'emittente dal *Risikobegrenzungs-gesetz* per accertare se colui a favore del quale è iscritta la partecipazione nel libro soci ne sia davvero il titolare, oppure si tratti di un soggetto terzo che agisca per conto del vero azionista. Detto altrimenti, dopo essersi focalizzati sull'obiettivo della completezza, occorre osservare se l'*Aktienregister* riesca a soddisfare quello della trasparenza. A tal proposito, la soluzione adottata dalla legge richiamata offre una duplice soluzione.

In primo luogo, lo statuto dell'emittente, in forza della discrezionalità concessagli dal già citato § 67 *Abs. 1 S. 3 AktG*, può prevedere che, al momento dell'iscrizione

---

<sup>125</sup> V. il § 67 *Abs. 4 S. 5 AktG*, così come novellato dall'UMAG, il quale dispone che "*wird der Inhaber von Namensaktien nicht in das Aktienregister eingetragen, so ist das Depotführende Institut auf Verlangen der Gesellschaft verpflichtet, sich gegen Erstattung der notwendigen Kosten durch die Gesellschaft an dessen Stelle gesondert in das Aktienregister eintragen zu lassen*". V. altresì H. MERKT, *Kommentar sub. § 67 AktG*, cit., pp. 42 ss., nn. 108 ss.; H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 37 ss., in cui si osserva che l'ampiezza della problematica in esame è di fatto limitata, giacché l'iscrizione dell'intermediario al posto del titolare della partecipazione è già prevista, nella prassi, attraverso la compilazione, da parte dell'azionista, di moduli standard, che legittimano il depositario ad ottenere dall'emittente la propria iscrizione nell'*Aktienregister*, con diritto di voto per conto del cliente.

<sup>126</sup> § 67 *Abs. 2 S. 2 AktG*.

<sup>127</sup> Cfr. sul punto il *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungs-gesetz*, cit., p. 15.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

nell'*Aktienregister*, colui che chiede di essere iscritto, qualora la partecipazione superi determinate soglie, sia tenuto a comunicare se le azioni gli appartengono oppure non ne è il titolare. La violazione di questo obbligo di “*disclosure*”, comporta, a livello sanzionatorio, la sospensione del diritto di voto<sup>128</sup>.

In secondo luogo, la società può in ogni momento richiedere a colui a nome del quale sono registrate le azioni secondo le risultanze del libro soci di indicare, entro un dato termine<sup>129</sup>, se ne è l'effettivo titolare e, se è iscritto in qualità di terzo, quali sono le generalità del titolare della partecipazione<sup>130</sup>. Il regime di trasparenza, tuttavia, non si ferma qui, dal momento che è possibile che il soggetto iscritto nell'*Aktienregister* non detenga i titoli direttamente nell'interesse del titolare, ma vi sia una pluralità di soggetti che si interpongono fra l'azionista e colui che è iscritto a libro soci. In tal caso, il soggetto per conto del quale l'iscritto dichiara di detenere le azioni dovrà a sua volta rendere nota l'identità di colui nel cui interesse egli le detiene e così via, finché non si arriva ad identificare il socio<sup>131</sup>.

La previsione normativa che dispone l'obbligo di *disclosure* su richiesta dell'emittente non risulta superflua rispetto alla trasparenza che può garantire una previsione statutaria di comunicazione dei dati al momento dell'iscrizione nel libro soci, giacché è possibile che all'iniziale iscrizione dell'azionista segua la cessione della partecipazione ad un soggetto che, proprio per sottrarsi all'obbligo di pubblicità disposto dallo statuto, consenta all'alienante di continuare a figurare nell'*Aktienregister* come titolare della partecipazione, quando, in realtà, si tratta ormai di un terzo che agisce per conto del nuovo socio. In questo caso, è evidente che il regime di trasparenza verrebbe meno qualora, in

<sup>128</sup> Cfr. il § 67 Abs. 2 S. 2 AktG, per cui non può essere esercitato il diritto di voto quando “*eine satzungsmäßige Pflicht zur Offenlegung, dass die Aktien einem anderen gehören, nicht erfüllt wird*”.

<sup>129</sup> Secondo il *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungsgesetz*, cit., p. 16, tale termine dovrebbe corrispondere ad almeno 14 giorni.

<sup>130</sup> Cfr. il § 67 Abs. 4 S. 2 AktG, secondo cui “*der Eingetragene hat der Gesellschaft auf ihr Verlangen innerhalb einer angemessenen Frist mitzuteilen, inwieweit ihm die Aktien, als deren Inhaber er im Aktienregister eingetragen ist, auch gehören; soweit dies nicht der Fall ist, hat er die in Absatz 1 Satz 1 genannten Angaben zu demjenigen zu übermitteln, für den er die Aktien hält*”. V. altresì H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 48 ss. Si notino, infine, le ragioni addotte dal legislatore per giustificare questo regime di trasparenza, contenute nel *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungsgesetz*, cit., p. 16: “*Nachdem bei den meisten börsennotierten Namensaktiengesellschaften der Anteil der Eintragungen so genannter Nominee-Banken in den vergangenen Jahren auf deutlich über 50 Prozent des jeweiligen Grundkapitals gestiegen ist, ist ein solches Auskunftsrecht erforderlich, um mehr Transparenz über die wahren Inhaber zu ermöglichen*”.

<sup>131</sup> V. il § 67 Abs. 4 S. 3 AktG e cfr. le osservazioni di H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., pp. 48 ss.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

un tempo successivo all'iscrizione, la società non avesse la possibilità di chiedere conto agli iscritti al libro soci della titolarità delle partecipazioni registrate a loro nome<sup>132</sup>. Inoltre, tale forma di pubblicità è doppiamente efficace rispetto a quella che lo statuto può imporre nel momento in cui un nuovo soggetto è iscritto nell'*Aktienregister*. Difatti, da un lato, consente alla società di ottenere le generalità dell'azionista e non soltanto un'informazione sul fatto che l'iscritto sia o non sia il titolare della partecipazione attribuitagli secondo le risultanze del libro soci; dall'altro, il regime sanzionatorio previsto in caso di inottemperanza non comporta soltanto la sospensione del diritto di voto, ma integra anche una contravvenzione sanzionata per via pecuniaria<sup>133</sup>.

Così delineata la disciplina tedesca della completezza e della trasparenza nell'*Aktienregister*, si può procedere ad una sintesi dell'indagine finora condotta e ad un confronto con la corrispondente situazione italiana precedentemente esposta.

In Germania il baricentro del § 67 *AktG* è quello oggettivo della trasparenza della compagine azionaria, un interesse che ha ormai assunto un carattere di prevalenza rispetto a quello della *privacy* dei singoli soci. In tal modo, viene privilegiata la posizione dell'emittente, a cui sono conferiti gli strumenti per conoscere in ogni momento la composizione del proprio azionariato. In prima istanza, ciò si verifica attraverso la possibilità di ascrivere sempre ad un determinato soggetto le partecipazioni sociali, così individuando un costante interlocutore per l'organo amministrativo. Tale risultato si ottiene mediante la potenziale soppressione della prassi del *freier Meldebestand*, la quale si traduce nell'imposizione di un obbligo, per chiunque acquisti una partecipazione, di iscrivere se stesso (nelle società quotate ed in quelle non quotate, qualora siano superate le soglie al di sopra delle quali non è ammessa la *Dritteintragung*) o anche un terzo (nelle società non quotate ove le soglie statutarie non sono oltrepassate) nell'*Aktienregister*, nonché, qualora ciò non avvenga, nel potere dell'emittente di ottenere che l'intermediario coinvolto nella transazione si iscriva al suo posto, senza diritto di voto, come *Platzhalter*. In seconda istanza, la compagine sociale viene individuata attraverso un obbligo, rivolto agli iscritti nell'*Aktienregister*, di riferire alla società in merito alla titolarità delle azioni. Tale obbligo può avere natura preventiva, qualora sia contemplato dallo statuto nel momento in cui un nuovo soggetto viene iscritto nel libro soci, oppure successiva, allorché esso vi sia già iscritto, anche da molto tempo. Passando dalle regole astratte, che costituiscono gli strumenti per far sì che il libro soci possa essere completo e trasparente, a quelle concrete, che garantiscono l'effettività delle prime, il rispetto degli

<sup>132</sup> Cfr. sul punto il *Gesetzentwurf der Bundesregierung al Risikobegrenzungs-gesetz*, cit., p. 16.

<sup>133</sup> Questa conclusione si ricava dalla lettura congiunta del § 67 *Abs. 2 S. 3 AktG*, per cui "*ferner bestehen Stimmrechte aus Aktien nicht, solange ein Auskunftsverlangen [...] nach Fristablauf nicht erfüllt ist*", e del § 405 *Abs. 2a AktG*, secondo il quale "*ordnungswidrig handelt, wer entgegen § 67 Abs. 4 Satz 2, auch in Verbindung mit Satz 3, eine Mitteilung nicht oder nicht richtig macht*". Si noti, inoltre, che, a norma del § 405 *Abs. 4 AktG*, "*die Ordnungswidrigkeit kann mit einer Geldbuße bis zu fünfundzwanzigtausend Euro geahndet werden*".

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

obblighi di iscrizione e comunicazione è incentivato attraverso la previsione di sanzioni che seguono alla loro violazione. L'efficacia di queste ultime risiede nel fatto che non includono soltanto la sospensione del diritto di voto finché non cessa la violazione<sup>134</sup>, ma altresì il pagamento di somme di denaro.

Allo stesso tempo, in Italia il nuovo art. 83-*duodecies* del TUF, pur volendo aderire alla particolare soluzione interpretativa qui prospettata<sup>135</sup>, non è in grado di garantire la trasparenza del libro soci. Sebbene essa costituisca un obiettivo del legislatore chiamato a recepire la DSHR, la timidezza e l'incertezza che caratterizzano la norma citata consentono di affermare che il nostro ordinamento considera ancora prevalente l'interesse soggettivo all'anonimato da parte dei singoli soci, rispetto al quale qualunque istanza di trasparenza non può che trovare un ostacolo insormontabile. Come si è illustrato, a tacere del fatto che il legislatore non ha ancora previsto un obbligo di gestione di questo strumento per via elettronica od informatica, la conoscenza della compagine sociale da parte della società incontra un duplice limite: l'esistenza di una specifica previsione statutaria ed il consenso del soggetto interessato<sup>136</sup>. Inoltre, a differenza di quanto avviene in Germania, ove la richiesta di *disclosure* viene inoltrata direttamente al soggetto interessato, in Italia sono coinvolti gli intermediari e le società di gestione accentrata, così che, anche nell'ipotesi in cui lo statuto preveda esplicitamente la possibili-

---

<sup>134</sup> V. più precisamente H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 53, per cui “*das Stimmrecht lebt also wieder auf, sobald die Pflichtverletzung beseitigt wird, etwa durch Offenlegung der Beteiligungsverhältnisse, durch Umwandlung von einer Dritt- in eine Selbsteintragung, durch Aufhebung oder Änderung der Satzungsbestimmung, durch Wegfall der Überschreitung statutarischer Grenzwerte oder durch Rücknahme des Auskunftsverlangens*”. Gli stessi autori ritengono, peraltro, che la previsione di limitazioni all'esercizio del diritto di voto, sebbene sia essenziale per assicurare l'effettività degli obblighi di iscrizione e comunicazione da parte dei soci, abbia l'effetto di relativizzare la portata legittimante del libro soci. Più precisamente, nonostante continui a sussistere una presunzione assoluta che solo il soggetto iscritto nell'*Aktienregister* possa vantare la qualità di azionista nei confronti della società (§ 67 Abs. 2 S. 1 AktG), ciò non è altrettanto vero rispetto all'esercizio del diritto di voto, la legittimazione al quale non dipende più unicamente dalle risultanze del libro soci, ma anche da fattori esterni, fra i quali è ricompresa l'ottemperanza agli obblighi di iscrizione e comunicazione (p. 51).

<sup>135</sup> Si fa riferimento alla tesi di N. DE LUCA, *La nuova disciplina della gestione accentrata e della legittimazione degli azionisti*, cit., p. 260, ove la facoltà degli azionisti di non rivelare i propri dati all'emittente può attenersi esclusivamente alle azioni anonime, cioè alle azioni di risparmio.

<sup>136</sup> Si noti che essi non sono necessari nell'ordinamento tedesco: anche se non esiste un obbligo statutario a che colui che chiede di essere iscritto nell'*Aktienregister* comunichi se è l'effettivo titolare della partecipazione, la società potrà venire a conoscenza di questa informazione, assieme ai dati relativi all'azionista, in ogni momento. Al contempo, non è in ogni caso prevista la possibilità che il socio possa opporre all'emittente il proprio interesse a rimanere nell'anonimato.

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

tà di conoscere gli assetti azionari ed i soci non si oppongono alle comunicazioni richieste, il procedimento diventa certamente più complesso e dispendioso.

Si può ritenere che, nei due ordinamenti, il legislatore abbia tratto conclusioni differenti dal bilanciamento fra due valori per definizione contrapposti: la trasparenza degli assetti proprietari e la *privacy* degli azionisti. Senza voler stabilire quale delle due soluzioni sia la migliore, si può osservare che, mentre quella adottata dal legislatore tedesco ha l'effetto di rendere l'*Aktienregister* uno strumento particolarmente efficiente, promuovendo una maggiore trasparenza nelle operazioni societarie, quella per cui ha optato il legislatore italiano intende privilegiare il mantenimento di un certo livello di contendibilità delle società quotate, favorendo, mediante l'anonimato, operazioni dirette all'acquisizione delle partecipazioni di controllo, con possibili conseguenze positive sulla qualità della gestione da parte dell'organo amministrativo.

Nonostante le profonde differenze che si sono fin qui delineate, vi è un aspetto che, tanto nell'ordinamento tedesco quanto in quello italiano, non viene toccato dalla disciplina della trasparenza degli assetti proprietari: l'istituto dell'intestazione fiduciaria. Leggendo l'art. 83-*duodecies*, primo comma, del TUF, si nota che la società, sebbene con i diversi limiti appena ricordati, ha la possibilità di conoscere “*i dati identificativi degli azionisti*”. Allo stesso modo, il § 67 *Abs. 4 S. 2 AktG* consente all'emittente tedesca di sapere se un soggetto al quale è intestata una determinata partecipazione nell'*Aktienregister* ne sia effettivamente il titolare. In entrambi i casi, la legge offre alla società la possibilità di distinguere, fra i soggetti iscritti a libro soci, i terzi dai titolari delle azioni, ma non consente di discernere ulteriormente fra i cosiddetti “*titolari formali*” e “*titolari reali*”, ovvero fra *registered owners* e *beneficial owners*<sup>137</sup>. Essi sono legati fra loro da rapporti di tipo fiduciario che consentono al secondo, solo formalmente terzo rispetto alla partecipazione, di sfruttare la qualità di titolare della stessa da parte del primo, il quale, essendo iscritto come tale a libro soci, gli permette al contempo di conseguire i benefici propri dell'azionista (ad esempio, la percezione dei dividendi) e di rimanere nell'anonimato. Ne consegue che, anche nel modello tedesco, non può essere ignorata l'esistenza di zone d'ombra che consentono ancora la conclusione di operazioni in grado di eludere le regole in tema di trasparenza della compagine sociale.

In conclusione, a partire da quanto si è finora illustrato, si può cercare di dare una risposta al quesito posto all'inizio, ovvero se la disciplina tedesca dell'*Aktienregister* consenta di desumere in tempo reale le generalità degli azionisti, così da poter escludere l'applicazione della *record date* come criterio di legittimazione, a norma dell'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR. Il presupposto affinché tale disciplina derogatoria possa trovare applicazione è duplice: da un lato, è necessario che la società

<sup>137</sup> Cfr. le osservazioni generali in merito al *Risikobegrenzungsgesetz* di H. C. GRIGOLEIT – R. RACHLITZ, *Beteiligungstransparenz aufgrund des Aktienregisters*, cit., p. 15: “; v. anche N. DE LUCA, *Circolazione delle azioni e legittimazione dei soci*, cit., p. 156 (nota 312).

# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

possa desumere nomi ed indirizzi degli azionisti – ovvero degli effettivi titolari della partecipazione, e non di terzi iscritti a libro soci in loro vece – dall'altro, occorre che tali nomi ed indirizzi risultino da un registro aggiornato alla data dell'assemblea.

Per quanto concerne il primo profilo, sembra corretto affermare che, in seguito al *Risikobegrenzungsgesetz*, la società abbia concretamente gli strumenti per venire a conoscenza della composizione del proprio azionariato<sup>138</sup>.

Passando al secondo profilo, invece, le perplessità sorgono in relazione al fatto che, come si è detto, la *record date* può assumere due diverse forme: quella del *Nachweisstichtag* (laddove la società abbia emesso azioni al portatore) e quella dell'*Umschreibestopp* (laddove la società abbia emesso azioni nominative). In quest'ultimo caso, l'*Aktienregister* non può mai essere aggiornato alla data dell'assemblea, dal momento che tale criterio di legittimazione si fonda proprio sul blocco delle iscrizioni nel libro soci alcuni giorni prima dell'evento assembleare, così che, pur, essendo legittimati al voto coloro che risultano azionisti alla data dell'assemblea, l'*Aktienregister* non può che rilevare la compagine azionaria così come si delineava alla data dell'*Umschreibestopp*.

Se, al contrario, si considera la forma della *record date* “pura”, ovvero il *Nachweisstichtag*, si può ipotizzare che l'emittente sia in grado di identificare gli azionisti secondo i dati del libro soci aggiornati in tempo reale. Difatti, a differenza di quanto avviene in Italia, ove la data di registrazione è individuata in base ad un criterio rigido, in Germania essa presenta un carattere mobile. In particolare, se è vero che non può eccedere i ventuno giorni liberi precedenti l'assemblea, è anche vero che, in forza del § 123 Abs. 3 S. 4 AktG, essa può ben essere fissata a poche ore dall'adunanza, in relazione alla capacità della società di elaborare tempestivamente i dati informatici forniti dall'*Aktienregister*. Al momento, questi non vengono aggiornati, nell'ambito del sistema borsistico, in concomitanza con l'esecuzione degli ordini di cessione di borsa, ma due giorni dopo l'effettuazione delle transazioni, secondo la regola “T+2”. Ciò non esclude, tuttavia, che in un breve arco di tempo lo sviluppo della tecnologia possa consentire la riduzione di tale termine, così da permettere il perfezionamento delle operazioni azionarie

---

<sup>138</sup> È ben vero che, qualora gli iscritti nell'*Aktienregister* si rifiutino di comunicare i dati dei titolari delle partecipazioni, le generalità degli azionisti ai quali esse sono attribuite non possono essere ottenute. Ciononostante, non sembra che questa circostanza sia rilevante nel discorso in esame, giacché si tratta di partecipazioni in relazione alle quali, proprio in considerazione della violazione degli obblighi di *disclosure*, non potrà essere esercitato il diritto di voto, quindi il problema della legittimazione non si pone *ab origine*. Allo stesso tempo, non si può ignorare che dietro la qualità di azionista possa celarsi un semplice *registered owner*, ma questo non sembra contraddire la lettera dell'art. 7 della DSHR, ove il termine “azionista” fa semplicemente riferimento al titolare formale delle azioni. Peraltro, lo stesso obiettivo della DSHR di rafforzare i diritti degli azionisti potrebbe risultare compresso, qualora si ritenesse che il legislatore comunitario abbia voluto in qualche modo limitare l'autonomia dei soci di nominare un fiduciario per l'intestazione e la gestione delle proprie partecipazioni.



# STUDI E OPINIONI

RECORD DATE - GERMANIA

a distanza di poche ore dai trasferimenti borsistici. Qualora ciò accadesse, l'Aktienregister sarebbe in grado di indicare i nominativi di tutti gli attuali azionisti, così fornendo una “fotografia” aggiornata della compagine sociale. Di conseguenza, l'art. 7, secondo paragrafo, secondo comma, della DSHR potrebbe trovare applicazione.

## **REGOLAMENTO IN MATERIA DI SERVIZI PUBBLICI LOCALI**

*L'Autore rileva come, con la pubblicazione del regolamento di cui al DPR 168/2010, la riforma sui servizi pubblici sia pervenuta ad una relativa completezza. Fa rilevare però come si sia ancora lontani da una vera e propria liberalizzazione che, invece, era da più parti auspicata*

di **MARCO CASAVECCHIA**

Il Regolamento in materia di servizi pubblici locali (dpr 7-9-2010, n. 168, emanato a norma dell'art. 23-bis, comma 10, del d.l. 25-6-2008, n. 112, convertito dalla l. 6-8-2008, n. 133, a sua volta modificato dall'art. 15 del dl 25-9-2009, n. 135, convertito nella l. 20-11-2009, n. 166, pubblicato nella GU del 12-10-2010, n. 239).

**1.** Con la pubblicazione del Regolamento di cui al dpr 168/2010 (e con la sentenza della Corte Costituzionale n. 325 del 17-11-2010) la normativa relativa all'*affidamento e la gestione dei servizi pubblici locali* dovrebbe essere pervenuta ad uno stadio di relativa stabilità e completezza.

**1.1.** Restano fuori dal sistema (che, quindi, risulta *incompleto*): (a) il servizio di distribuzione del gas naturale di cui al d.lg. 164/2000 e di cui all'art. 46-bis del dl 159/2007, convertito dalla l. 222/2007; (b) il servizio di distribuzione dell'energia elettrica di cui al d.lg. 79/99 e alla l. 239/2004; (c) il servizio di trasporto ferroviario regionale di cui al d.lg. 422/97; (d) la gestione delle farmacie comunali di cui alla l. 475/98; (e) i servizi strumentali all'attività o al funzionamento degli enti affidanti di cui all'art. 13 del dl 223/2006, convertito dalla l. 248/2006<sup>1</sup>. Restano, quindi, escluse le normative (f) sui servizi pubblici *non locali*, così come restano, altresì, escluse: quelle: (g) sui servizi pubblici a rilevanza *non economica* (di cui agli artt. 113 bis del TU 267/2000; 28 della direttiva 2004/17/CE; 19 della direttiva 2004/18/CE, 52 del d.lg. 163/2006)<sup>2</sup>; (h) sui servizi del trasporto pubblico locale per il quale l'art. 12 del

---

<sup>1</sup> Disposizione (quella dell'art. 1/3 lett. e del Regolamento) che non compare nell'art. 23 bis del dl 112/2008, convertito dalla l. 133/2008 e modificato dall'art. 15 del dl 135/2009, convertito dalla l. 166/2009. Trattasi, comunque, dell'art. 13 del decreto Bersani.

<sup>2</sup> V.si, altresì, il "**Libro verde**" del 21-5-2003, COM (2003) 270 che, all'art. 1.1. (*Definizione e terminologia*) cerca di distinguere come segue:

1.1. **Definizioni e terminologia**

15. Nella discussione a livello europeo, le differenze terminologiche, le confusioni sul piano semantico e le diverse tradizioni degli Stati membri hanno determinato interpretazioni errate. Negli Stati membri, per i servizi di interesse generale, si utilizzano termini e definizioni diverse, frutto quindi di un'evoluzione diversa sul piano storico, economico, culturale e politico. La terminologia comunitaria cerca di tener conto di queste differenze.

16. L'espressione "servizi di interesse generale" non è presente nel trattato, ma è derivata nella prassi comunitaria dall'espressione "servizi di interesse economico generale" che invece è utilizzata nel trattato. È un'espressione più ampia di "servizi di interesse economico generale" e riguarda sia i servizi di mercato che quelli non di mercato che le autorità pubbliche considerano di interesse generale e assoggettano a specifici obblighi di servizio pubblico.

17. L'espressione "servizi di interesse economico generale" è utilizzata negli articoli 16 e 86, paragrafo 2 del trattato. Non è definita nel trattato o nella normativa derivata. Tuttavia, nella prassi comunitaria vi è ampio accordo sul fatto che l'espressione si riferisce a servizi di natura economica che, in virtù di un criterio di interesse generale, gli Stati membri o la Comunità assoggettano a specifici obblighi di servizio pubblico. Il concetto di servizi di interesse economico generale riguarda in particolare alcuni servizi forniti dalle grandi industrie di rete quali i trasporti, i servizi postali, l'energia e la comunicazione. Tuttavia, il termine si estende anche a qualsiasi altra attività economica soggetta ad obblighi di servizio pubblico.

18. Il Libro verde è dedicato principalmente, ma non esclusivamente, ai temi relativi ai "servizi di interesse economico generale", così come il trattato tratta principalmente attività economiche. L'espressione "servizi di interesse generale" è utilizzata nel Libro verde soltanto nei casi in cui il testo si riferisca anche a servizi non economici o quando non sia necessario specificare la natura economica o non economica dei servizi in oggetto.

19. Le espressioni "servizio di interesse generale" e "servizio di interesse economico generale" non devono essere confuse con il termine "servizio pubblico". Quest'ultimo ha contorni meno netti: può avere significati diversi, ingenerando quindi confusione. In alcuni casi, si riferisce al fatto che un servizio è offerto alla collettività, in altri che ad un servizio è stato attribuito un ruolo specifico nell'interesse pubblico e in altri ancora si riferisce alla proprietà o allo status dell'ente che presta il servizio. Pertanto, questo termine non è utilizzato nel Libro verde.

Si fa spesso confusione fra il termine "servizio pubblico" e il termine "settore pubblico". Il termine "settore pubblico" si riferisce a tutte le amministrazioni e a tutte le imprese controllate da autorità pubbliche

20. L'espressione "obblighi di servizio pubblico" ricorre nel presente Libro verde. Si riferisce a requisiti specifici imposti dalle autorità pubbliche al fornitore del servizio per garantire il conseguimento di alcuni obiettivi di interesse pubblico, ad esempio in materia di trasporti aerei, ferroviari e stradali e di energia. Tali obblighi possono essere imposti sia a livello comunitario che nazionale o regionale.

21. Anche l'espressione "impresa pubblica" è normalmente utilizzata per definire la proprietà di chi presta il servizio. Il trattato impone una rigorosa neutralità: è irrilevante ai sensi del diritto comunitario se i fornitori di servizi di interesse generale siano soggetti pubblici o privati; essi sono soggetti agli stessi diritti e obblighi.

# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

Comunque, **per i servizi pubblici di rilevanza economica** si intendono quelli a favore di collettività più o meno vaste e oggetto, normalmente, di *concessione di servizi* (v.si, in punto, la sent. della Corte di Giustizia CE 10-9-2009, C-206/08, *Eurawasser*).

### **Per tale sentenza:**

49 Si deve rilevare, a tale proposito, che l'art. 1, n. 2, lett. a), della direttiva 2004/17 prevede che gli «appalti di forniture, di lavori e di servizi» siano contratti a titolo oneroso, conclusi per iscritto fra uno o più enti aggiudicatori di cui all'art. 2, n. 2, della medesima direttiva e uno o più imprenditori, fornitori o prestatori di servizi.

50 In base all'art. 1, n. 3, lett. b), della medesima direttiva, la «concessione di servizi» è un contratto che presenta le stesse caratteristiche di un appalto di servizi, ad eccezione del fatto che il corrispettivo della fornitura di servizi consiste o unicamente nel diritto di gestire i servizi o in tale diritto accompagnato da un prezzo.

51 Dal raffronto delle due definizioni sopra menzionate risulta che la differenza tra un appalto di servizi e una concessione di servizi risiede nel corrispettivo della fornitura di servizi. L'appalto di servizi comporta un corrispettivo versato direttamente dall'amministrazione aggiudicatrice al prestatore di servizi (v., in tal senso, citata sentenza **Parking Brixen, punto 39**), mentre, nel caso di una concessione di servizi, il corrispettivo della prestazione di servizi consiste nel diritto di gestire il servizio, o da solo o accompagnato da un prezzo.

52 Le questioni sottoposte presuppongono espressamente la circostanza che il contratto in questione preveda che la controparte contrattuale sia remunerata non già direttamente dall'amministrazione aggiudicatrice, bensì mediante un corrispettivo di diritto privato che quest'ultima l'autorizza a riscuotere presso terzi.

53 Alla luce del criterio enunciato al punto 51 della presente sentenza, il fatto che il prestatore di servizi sia remunerato attraverso pagamenti da parte di terzi, nella fattispecie gli utenti del servizio in oggetto, è una delle forme che può assumere l'esercizio del diritto, riconosciuto al prestatore, di gestire il servizio.

54 Detto criterio emergeva già dalla giurisprudenza della Corte anteriore all'entrata in vigore della direttiva 2004/17. Secondo tale giurisprudenza, si è in presenza di una concessione di servizi allorquando le modalità di remunerazione pattuite consistono nel diritto del prestatore di sfruttare la propria prestazione (v. citata sentenza **Telaustria e Telefonadress, punto 58**, e ordinanza 30 maggio 2002, causa C-358/00, **Buchhändler-Vereinigung**, Racc. pag. I-4685, punti 27-28, nonché sentenze 18 luglio 2007, causa C-382/05, **Commissione/Italia**, Racc. pag. I-6657, punto 34, e 13 novembre 2008, causa C-437/07, **Commissione/Italia, punto 29**).

55 È irrilevante, a tale proposito, che la remunerazione sia disciplinata dal diritto privato o dal diritto pubblico.

56 La Corte ha riconosciuto l'esistenza di una concessione di servizi, in particolare, in casi nei quali la remunerazione del prestatore proveniva da pagamenti effettuati dagli utenti di un parcheggio pubblico, di un servizio di trasporto pubblico e di una rete di teledistribuzione (v. sentenze **Parking Brixen, cit., punto 40**; 6 aprile 2006, causa C-410/04, **ANAV**, Racc. pag. I-3303, **punto 16**, e **Coditel Brabant, cit., punto 24**).

57 Ne risulta che, nel caso di un contratto avente ad oggetto servizi, il fatto che la controparte contrattuale non sia direttamente remunerata dall'amministrazione aggiudicatrice,

ma abbia il diritto di riscuotere un corrispettivo presso terzi, risponde alla necessità di un corrispettivo prevista all'art. 1, n. 3, lett. b), della direttiva 2004/17.

58 Tale conclusione impone tuttavia di chiarire la nozione di «diritto di gestire» come «corrispettivo della prestazione» di cui alla suddetta disposizione.

59 Dalla giurisprudenza della Corte risulta che, quando le modalità di remunerazione pattuite consistono nel diritto del prestatore di sfruttare la propria prestazione, esse implicano che il prestatore si assuma il rischio legato alla gestione dei servizi in questione (v., in tal senso, citate sentenze **Parking Brixen, punto 40**; 18 luglio 2007, **Commissione/Italia, punto 34**, e 13 novembre 2008, **Commissione/Italia, punto 29**).

60 Gli interessati che hanno presentato osservazioni hanno espresso su tale aspetto, in via principale o in via subordinata, posizioni divergenti.

61 Il WAZV Gotha ritiene che il fatto che la controparte contrattuale si assuma il rischio legato alla gestione sia sufficiente, nel contesto concreto della causa principale, a caratterizzare una concessione di servizi.

62 Per la Stadtwirtschaft, la WAL ed il governo ceco, la controparte contrattuale non dovrebbe necessariamente assumersi il rischio a carico completo. Sarebbe sufficiente che se lo assumesse a carico pressoché completo.

63 Il governo tedesco osserva che sussiste una concessione di servizi alloché la controparte contrattuale si assume un rischio legato alla gestione che non sia del tutto irrilevante.

64 L'Eurawasser ritiene che, nell'operazione oggetto della causa principale, non sussista alcun rischio significativo che possa essere trasferito alla controparte contrattuale da parte dell'amministrazione aggiudicatrice. Pertanto, detta operazione dovrebbe essere qualificata come appalto e non già come concessione.

65 La Commissione osserva che deve sussistere un rischio di gestione rilevante, il quale, tuttavia, non deve necessariamente corrispondere al rischio economico che di norma si corre in un mercato libero. Un appalto di servizi il cui rischio economico sia ridotto al minimo ad opera delle amministrazioni pubbliche non può essere qualificato come concessione di servizi.

66 A tale riguardo, occorre rilevare che il rischio è insito nella gestione economica del servizio.

67 Se l'amministrazione aggiudicatrice continua a sopportare detto rischio a carico completo, non esponendo il prestatario all'alea del mercato, l'assegnazione della gestione del servizio richiede il rispetto delle formalità previste dalla direttiva 2004/17, al fine della tutela della trasparenza e della concorrenza.

68 In caso di totale assenza di trasferimento al prestatario del rischio legato alla prestazione di servizi, l'operazione in parola rappresenta un appalto di servizi (v., in tal senso, sentenze 27 ottobre 2005, causa C-234/03, **Contse e a.**, Racc. pag. I-9315, punto 22, e 18 luglio 2007, **Commissione/Italia**, cit., punti 35-37, nonché, per analogia, in un'ipotesi di concessione di lavori, sentenza 13 novembre 2008, **Commissione/Italia**, cit., punti 30 e 32-35). Come si è rilevato al punto 51 supra, in quest'ultimo caso il corrispettivo non consisterebbe nel diritto di gestire il servizio.

# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

69 Le questioni sottoposte muovono dal presupposto che la fornitura del servizio oggetto della causa principale comporti rischi economici molto limitati, anche nel caso in cui detto servizio sia fornito dall'amministrazione aggiudicatrice, e ciò sulla base dell'applicazione della normativa propria del settore di attività in esame.

70 Orbene, stando a talune tesi sottoposte alla Corte, in simili circostanze, affinché l'operazione de qua costituisca una concessione, occorrerebbe che il rischio trasferito dal concedente al concessionario fosse un rischio rilevante.

71 In assoluto, queste tesi devono essere respinte.

72 È noto che taluni settori di attività, in particolare quelli riguardanti attività di pubblica utilità, come la distribuzione dell'acqua e lo smaltimento delle acque reflue, sono disciplinati da normative che possono avere per effetto di limitare i rischi economici che si corrono.

73 Da un lato, la configurazione giuspubblicistica alla quale è soggetta la gestione economica e finanziaria del servizio facilita il controllo di tale gestione e riduce i fattori che possono pregiudicare la trasparenza e falsare la concorrenza.

74 Dall'altro, le amministrazioni aggiudicatrici devono conservare la possibilità di assicurare la fornitura dei servizi attraverso una concessione, agendo in buona fede, qualora esse reputino che si tratti del modo migliore per assicurare il servizio pubblico in oggetto, anche a prescindere dal fatto che il rischio legato alla gestione sia molto ridotto.

75 Inoltre, sarebbe irragionevole pretendere che un'amministrazione concedente creasse condizioni di concorrenza e di rischio economico più elevate rispetto a quelle esistenti nel settore in oggetto per effetto della disciplina ad esso applicabile.

76 Dato che, in questi casi, l'amministrazione aggiudicatrice non ha alcuna influenza sulla configurazione di diritto pubblico applicabile all'organizzazione del servizio, non le è possibile introdurre né, pertanto, trasferire fattori di rischio che siano esclusi da una simile configurazione.

77 In ogni caso, anche se il rischio corso dall'amministrazione aggiudicatrice è molto ridotto, per poter ritenere sussistente una concessione di servizi è necessario che l'amministrazione aggiudicatrice trasferisca il rischio di gestione che essa corre a carico completo o, almeno, significativo al concessionario.

78 Spetta al giudice nazionale valutare se si è verificato un trasferimento del rischio corso dall'amministrazione aggiudicatrice a carico completo o, almeno, significativo al concessionario.

79 A tal fine, non devono essere presi in considerazione i rischi generali risultanti dalle modifiche normative intervenute nel corso dell'esecuzione del contratto.

80 Occorre pertanto risolvere la prima e la seconda questione nel senso che, nel caso di un contratto avente ad oggetto servizi, il fatto che la controparte contrattuale non sia direttamente remunerata dall'amministrazione aggiudicatrice, ma abbia il diritto di riscuotere un corrispettivo presso terzi, è sufficiente per qualificare quel contratto come «concessione di servizi» ai sensi dell'art. 1, n. 3, lett. b), della direttiva 2004/17, dal momento che il rischio di gestione corso dall'amministrazione aggiudicatrice, per quanto considerevolmente ridotto in conseguenza della configurazione giuspubblicistica dell'organizzazione del servizio, è assunto dalla controparte contrattuale a carico completo o pressoché completo.

# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

Regolamento di cui al dpr 168/2010 (di seguito “Regolamento”) prescrive che: “*Per il trasporto pubblico locale il presente regolamento si applica in quanto compatibile con le disposizioni del regolamento (CE) 23 ottobre 2007, n. 1370/2007*”<sup>3</sup>.

2. La normativa sui servizi pubblici locali presenta, quindi e come già detto, una relativa *completezza*, anche perché l’art. 23 bis/1, secondo periodo, del dl 112/2008 ... (di seguito solo “23 bis”) asserisce che: “*Le disposizioni contenute nel presente articolo si applicano a tutti i settori pubblici locali e prevalgono sulle relative discipline di settore con esse incompatibili*”.

Comunque –e per quanto oggetto della disciplina di cui alla “legge di riforma” (art. 23 bis di cui al titolo del presente scritto) e relativo “Regolamento”- si può asserire

---

<sup>3</sup> In relazione alla problematica del *trasporto pubblico locale*, F. DELLO SBARBA (Nel “commento” a “Il Regolamento attuativo in materia di servizi pubblici locali a rilevanza economica”, in “Urbanistica e Appalti, n. 1/2011, pagg. 26 e segg. e, particolare, pag. 30), asserisce:

Le disposizioni finali del regolamento forniscono un ulteriore dettaglio, laddove stabiliscono che per il trasporto pubblico locale si applica il d.lgs. n. 422 del 1997 in quanto compatibile con le disposizioni del regolamento CE 23 ottobre 2007, n. 1370/2007.

Secondo il nuovo sistema introdotto dal citato regolamento CE, l’autorità competente, laddove non intenda erogare direttamente il servizio, sceglie l’operatore al quale affidare, mediante un contratto di servizio pubblico, la fornitura e la gestione dei servizi di trasporto pubblico di passeggeri sottoposti ad obblighi di servizio pubblico.

Il rapporto tra legge generale e legge di settore, con riferimento al servizio di trasporto pubblico locale, ha peraltro costituito spesso oggetto di dibattito sia giurisprudenziale che dottrinale.

Anche la Corte Costituzionale ha avuto modo di affrontare la questione. Si ricorda, in proposito, la sentenza n. 80 del 2006, con la quale i giudici della Consulta individuarono nella legge di settore, il d.lgs. n. 442 del 1997, e non in quella generale, la disciplina da applicare al settore del trasporto pubblico locale.

D’altro canto, lo stesso legislatore aveva disposto in tal senso, sebbene all’esito di un percorso normativo particolarmente oscillante.

Mentre, infatti, nel testo dell’art. 113 del d.lgs. n. 267 del 2000, così come modificato dall’art. 35 della l. n. 448 del 2001, si era stabilito che, nell’ambito della disciplina delle modalità di gestione e di affidamento dei servizi pubblici locali, sarebbero rimaste ferme le discipline di settore, successivamente, con la riforma introdotta dal d.l. n. 269 del 2003, era stato, invece, affermato l’opposto principio in virtù del quale le disposizioni di cui al nuovo art. 113 avrebbero dovuto essere considerate inderogabili e integrative delle discipline di settore.

L’art. 1, comma 48, della l. n. 308 del 2004, tuttavia, aveva aggiunto al citato art. 13 il comma 1-bis, in ossequio al quale le disposizioni dell’articolo in questione non avrebbero dovuto essere applicate al settore dei trasporti pubblici locali, rimasto disciplinato dal d.lgs. n. 422 del 1997 e successive modifiche.

# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

che il processo di *liberalizzazione* è molto limitato ed ambiguo.

**2.1.** Infatti le norme liberalizzatrici di cui all'art. 23 bis, primo e secondo comma lett. a) e b), sono praticamente destinate ad avere operatività per nuovi servizi e, in futuro, per quelli per i quali sono previste le scadenze di cui al regime transitorio del comma 8, formulato come segue:

8. Il regime transitorio degli affidamenti non conformi a quanto stabilito ai commi 2 e 3 e' il seguente:

a) le gestioni in essere alla data del 22 agosto 2008 affidate conformemente ai principi comunitari in materia di cosiddetta "in house" cessano, improrogabilmente e senza necessita' di deliberazione da parte dell'ente affidante, alla data del 31 dicembre 2011. Esse cessano alla scadenza prevista dal contratto di servizio a condizione che entro il 31 dicembre 2011 le amministrazioni cedano almeno il 40 per cento del capitale attraverso le modalità di cui alla lettera b) del comma 2;

b) le gestioni affidate direttamente a società a partecipazione mista pubblica e privata, qualora la selezione del socio sia avvenuta mediante procedure competitive ad evidenza pubblica, nel rispetto dei principi di cui alla lettera a) del comma 2, le quali non abbiano avuto ad oggetto, al tempo stesso, la qualità di socio e l'attribuzione dei compiti operativi connessi alla gestione del servizio, cessano, improrogabilmente e senza necessita' di apposita deliberazione dell'ente affidante, alla data del 31 dicembre 2011;

c) le gestioni affidate direttamente a società a partecipazione mista pubblica e privata, qualora la selezione del socio sia avvenuta mediante procedure competitive ad evidenza pubblica, nel rispetto dei principi di cui alla lettera a) del comma 2, le quali abbiano avuto ad oggetto, al tempo stesso, la qualità di socio e l'attribuzione dei compiti operativi connessi alla gestione del servizio, cessano alla scadenza prevista nel contratto di servizio;

d) gli affidamenti diretti assentiti alla data del 1° ottobre 2003 a società a partecipazione pubblica già quotate in borsa a tale data e a quelle da esse controllate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile, cessano alla scadenza prevista nel contratto di servizio, a condizione che la partecipazione pubblica, si riduca anche progressivamente, attraverso procedure ad evidenza pubblica ovvero forme di collocamento privato presso investitori qualificati e operatori industriali, ad una quota non superiore al 40 per cento entro il 30 giugno 2013 e non superiore al 30 per cento entro il 31 dicembre 2015; ove siffatte condizioni non si verificano, gli affidamenti cessano improrogabilmente e senza necessità di apposita deliberazione dell'ente affidante, rispettivamente, alla data del 30 giugno 2013 o del 31 dicembre 2015;

e) le gestioni affidate che non rientrano nei casi di cui alle lettere da a) a d) cessano comunque entro e non oltre la data del 31 dicembre 2010, senza necessita' di apposita deliberazione dell'ente affidante.



# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

**2.2.** Restano fuori dal processo di liberalizzazione le gestioni *in house* di cui all'art. 23 bis, commi 3, 4 e 4 bis e di cui agli artt. 2, 5, 6, 7 e 8/10 del Regolamento. Gestioni per le quali, sostanzialmente, ogni decisione resta affidata agli stessi enti locali, secondo quanto previsto, pur a sensi dell'art. 23 bis, comma 3, dall'art. 2 del Regolamento formulato come segue:

1. Gli enti locali verificano la realizzabilità di una gestione concorrenziale dei servizi pubblici locali, limitando l'attribuzione di diritti di esclusiva, ove non diversamente previsto dalla legge, ai casi in cui, in base ad una analisi di mercato, la libera iniziativa economica privata non risulti idonea, secondo criteri di proporzionalità, sussidiarietà orizzontale ed efficienza, a garantire un servizio rispondente ai bisogni della comunità, e liberalizzando in tutti gli altri casi le attività economiche compatibilmente con le caratteristiche di universalità ed accessibilità del servizio.

2. All'esito della verifica l'ente adotta una delibera quadro che illustra istruttoria compiuta ed evidenza, per i settori sottratti alla liberalizzazione, fallimenti del sistema concorrenziale e, viceversa, benefici per la stabilizzazione, lo sviluppo e l'equità all'interno della comunità locale derivanti dal mantenimento di un regime di esclusiva del servizio.

3. Alla delibera di cui al comma precedente è data adeguata pubblicità; essa è inviata all'Autorità garante della concorrenza e del mercato ai fini della relazione al Parlamento di cui alla legge 10 ottobre 1990, n. 287.

4. La verifica di cui al comma 1 è effettuata entro dodici mesi dalla data di entrata in vigore del presente regolamento e poi periodicamente secondo i rispettivi ordinamenti degli enti locali; essa è comunque effettuata prima di procedere al conferimento e al rinnovo della gestione dei servizi.

5. Gli enti locali, per assicurare agli utenti l'erogazione di servizi pubblici che abbiano ad oggetto la produzione di beni e attività rivolte a realizzare fini sociali e a promuovere lo sviluppo economico e civile delle comunità locali, definiscono, ove necessario, gli obblighi di servizio pubblico, prevedendo le eventuali compensazioni economiche alle aziende esercenti i servizi stessi, tenendo conto dei proventi derivanti dalle tariffe e nei limiti della disponibilità di bilancio destinata allo scopo.

6. All'attribuzione di diritti di esclusiva ad un'impresa incaricata della gestione di servizi pubblici locali consegue l'applicazione di quanto disposto dall'articolo 9 della legge 10 ottobre 1990, n. 287, e successive modificazioni.

7. I soggetti gestori di servizi pubblici locali, qualora intendano svolgere attività in mercati diversi da quelli in cui sono titolari di diritti di esclusiva, sono soggetti alla disciplina prevista dall'articolo 8, commi 2-bis e 2-quater, della legge 10 ottobre 1990, n. 287, e successive modificazioni.

**2.3.** Restano, altresì, fuori da tale processo le attuali gestioni *in house* per le quali, in relazione al trascritto comma 8 dell'art. 23 bis, gli enti locali non abbiano provveduto

# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

a cedere le quote del capitale sociale indicate in detto comma.

Infatti, in base all'ultimo periodo del comma 9 dell'art. 23 bis: "*I soggetti affidatari diretti di servizi pubblici locali possono comunque concorrere su tutto il territorio nazionale alla prima gara successiva alla cessazione del servizio, svolta mediante procedura competitiva ad evidenza pubblica, avente ad oggetto servizi da essa prodotti*"<sup>4</sup>.

**2.4.** Ora –e come già asserito in un precedente articolo<sup>5</sup>– le società in house appartengono ad un settore di diritto eccezionale. Gli enti locali costituiscono dette società per la gestione di un particolare servizio pubblico. Quindi, pur in una visione privatistica (oggi, comunque, contestata dalla giurisprudenza comunitaria e da quella nazionale dei giudici amministrativi), la "causa" ex art. 2245 cc del relativo contratto sociale consiste non nel realizzare utili per uno o più soci pubblici, bensì nel realizzare fini sociali pur nell'ottica della remunerazione minima del capitale sociale e ciò secondo norme sul "patto di stabilità interno" (artt. 23 bis, commi 3, 4 e 10/1 lett. a e 5 del Regolamento).

Quid iuris allorquando l'unico ente locale o più enti locali decide/decidono, per in imminenza della cessazione automatica degli affidamenti in house, di non cedere le quote del capitale sociale in dette società e attiva/attivano la procedura di gara di cui all'art. 23 bis comma 9 (e artt. 3/3 e 8/4 del Regolamento)? Indubbiamente, in una visione privatistica, parrebbe attuarsi la situazione dell'*impossibilità di conseguire l'oggetto sociale* (art. 2484/1, n. 2 cc) ovvero, in una visione pubblicistica, il venir meno, da una parte, del rapporto interorganico tra enti locali e società in house e, dall'altra, il permanere di dette "società organo" totalmente in mano pubblica, ma senza oggetto sociale, se non quello di partecipare alla gara del citato comma 9 dell'art. 23 bis nella speranza (ipotetica a livello teorico, ma traducesi in una relativa certezza pratica) di vincere detta gara. E ciò a prescindere dalle incompatibilità che si creano tra ente appaltante e dette società "in house/non in house" partecipanti alla gara. E ciò, ancora, pur dandosi atto: (1) che ad eliminare le società in house l'ordinamento italiano non sarebbe stato costretto da alcuna precisa normativa comunitaria<sup>6 7</sup>; (2) che la

<sup>4</sup> V.si, per i precedenti, il comma 15 quater dell'art. 113 del TU 267/2000, per il quale: "A decorrere dal 1° gennaio 2007 si applica il divieto di cui al comma 6, salvo nei casi in cui si tratti dell'espletamento delle prime gare aventi ad oggetto i servizi forniti dalle società partecipanti alla gara stessa".

<sup>5</sup> M. CASAVECCHIA, I servizi pubblici locali secondo la riforma di cui all'art. 15 del dl 25-9-2009, n. 135, convertito nella legge 20-11-2009, n. 166, par. 3.2., in questa rivista, n. 7/2010.

<sup>6</sup> La "Corte costituzionale, con la decisione n. 325 del 17 novembre 2010 in commento, ha sostanzialmente confermato la legittimità dell'intervento di riforma, sia sotto il profilo della ripartizione di competenze legislative fra Stato e Regioni di cui all'art. 117 Cost, sia sotto il profilo della proporzionalità e ragionevolezza, sia sotto il profilo del rispetto dei principi dell'ordinamento comunitario. Sotto quest'ultimo profilo la Corte, rigettando la prospettazione

delle Regioni ricorrenti, ha riconosciuto la compatibilità dell'intervento statale con la disciplina comunitaria, anche se ha negato che le restrizioni introdotte dalla disciplina statale siano state necessitate da obblighi e norme comunitarie ed internazionali, come si sosteneva da parte governativa. La disciplina statale costituisce pertanto «una delle diverse discipline possibili della materia che il legislatore statale avrebbe potuto legittimamente adottare senza violare ... il primo comma dell'art. 117 Cost.» (da «La riforma dei servizi pubblici locali è costituzionalmente legittima e compatibile con l'ordinamento comunitario», con commento di S. MUSOLINO, *Urbanistica e appalti*, 1/2011, 48 e segg., in particolare, pag. 51).

<sup>7</sup> **La sentenza della Corte costituzionale** del 17-11-2010, n. 325 così conclude:

La nuova disciplina dell'affidamento dei servizi pubblici locali di rilevanza economica, introdotta dall'art. 23-bis del D.L. n. 112/2008, come modificato e integrato dall'art. 15 del D.L. n. 135/2009, pur introducendo ulteriori e più restrittive condizioni rispetto a quelle previste dall'ordinamento comunitario, non è con questo in contrasto, integrando una delle diverse discipline possibili della materia che il legislatore avrebbe potuto legittimamente adottare senza violare la normativa comunitaria ed il primo comma dell'art. 117 Cost. In particolar modo, sono compatibili le limitazioni introdotte dal comma 3 dell'art. 23-bis, in quanto la restrizione delle ipotesi in cui è consentito il ricorso alla gestione in house del servizio viene a ridurre la possibilità di derogare alla regola comunitaria concorrenziale dell'affidamento del servizio stesso mediante gara pubblica. E pienamente compatibile con l'ordinamento comunitario la disciplina del comma 2 dello stesso art. 23-bis, nella parte in cui consente l'affidamento diretto della gestione del servizio, «in via ordinaria», ad una società mista, alla doppia condizione che la scelta del socio privato «avvenga mediante procedure competitive ad evidenza pubblica» e che a tale socio siano attribuiti «specifici compiti operativi connessi alla gestione del servizio» (cosiddetta gara ad evidenza pubblica a doppio oggetto: scelta del socio e attribuzione degli specifici compiti operativi). È altresì compatibile l'introduzione dell'ulteriore condizione, al fine del suddetto affidamento diretto, che al socio privato sia attribuita «una partecipazione non inferiore al 40 per cento. Tale disposizione, pur discostandosi dal diritto comunitario nel prevedere una misura minima della partecipazione (non richiesta dal diritto comunitario ma neppure vietata) si risolve in una restrizione dei casi eccezionali di affidamento diretto del servizio e quindi perviene al risultato di far espandere i casi in cui deve essere applicata la regola generale comunitaria di affidamento a terzi mediante gara ad evidenza pubblica.

La disciplina delle modalità di affidamento della gestione dei servizi pubblici locali di rilevanza economica rientra nella materia «tutela della concorrenza» che l'art. 117 comma secondo lett. e) attribuisce alla competenza legislativa esclusiva del legislatore statale. La predetta competenza statale prevale sulle competenze legislative regionali e regolamentari degli enti locali e, in particolare, su quella in materia di servizi pubblici locali, proprio perché l'oggetto e gli scopi che caratterizzano detta disciplina attengono in via primaria alla tutela e alla promozione della concorrenza.

La nuova disciplina dell'affidamento dei servizi pubblici locali non è irragionevole in quanto non impedisce del tutto all'ente pubblico la gestione di un servizio locale di rilevanza economica, negandogli ogni possibilità di svolgere la sua «speciale missione» pubblica, ma trova, tra i molti possibili, un punto di equilibrio rispetto ai diversi interessi operanti nella materia in esame. È altresì ragionevole e quindi legittimo il regime transitorio introdotto dal

# PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA

## REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

giurisprudenza amministrativa, in alcune sentenze, non ha ravvisato una particolare incompatibilità tra l'ente pubblico che bandisce una gara e un concorrente costituito da una società da esso ente pubblico partecipata (v.si: Cons. St., VI, n. 3499/08; TAR Lombardia, Milano, III, 13-4-2004, n. 1453; TAR Piemonte, II, 7-4-2008, 592/2008).

3. Per un giudizio, comunque, più meditato occorrerà attendere come la riforma verrà attuata<sup>8</sup>.

---

comma 8 dell'art. 23-bis, in quanto il margine temporale concesso dalla normativa statale per la cessazione degli affidamenti diretti esistenti è congruo e proporzionato all'entità ed agli effetti delle modifiche normative introdotte.

È costituzionalmente legittima e conforme al diritto comunitario la configurazione del servizio idrico integrato tra quelli di rilevanza economica, essendo incontestabile che il predetto servizio si inserisca in uno specifico e peculiare mercato.

È legittima la previsione di cui al comma A-bis dell'art. 23-bis, che rimette alla sede regolamentare la definizione delle soglie oltre le quali gli affidamenti di servizi pubblici locali assumono rilevanza ai fini dell'espressione del parere dell'AGCM previsto dal comma 4, in quanto le predette soglie attengono alle modalità di affidamento dei servizi pubblici locali, le quali afferiscono alla materia «tutela della concorrenza», di competenza legislativa esclusiva dello Stato e non alla materia dei pubblici servizi.

È legittima la previsione di cui al comma 7 dell'art. 23-bis, che prevede la competenza del legislatore statale nel dimensionamento dei bacini di gestione del servizio pubblico (e, pertanto, anche dei bacini di gara), trattandosi di attività diretta a tutelare la concorrenza, attraverso il superamento della frammentazione delle gestioni.

È costituzionalmente illegittimo l'art. 23-bis, comma 10, lett. a), prima parte, del D.L. n. 112/2008, nella parte in cui delega ad un regolamento governativo «l'assoggettamento dei soggetti affidatari diretti di servizi pubblici locali al patto di stabilità interno», in quanto trattati di ambito riconducibile alla materia del coordinamento della finanza pubblica, di competenza legislativa concorrente, per la quale l'art. 117, sesto comma, Cost. non consente l'esercizio da parte dello Stato della potestà regolamentare.

Sono costituzionalmente illegittime le disposizioni di cui all'art. 4, commi 1, 4, 5, 6 e 14, della legge della Regione Liguria 28 ottobre 2008, n. 39, in quanto vengono ad attribuire alla Giunta regionale e all'Autorità d'ambito territoriale ottimale (AATO) una serie di competenze amministrative spettanti, sulla scorta della disciplina statale, al COVIRI (ora COIMVIRI) e in quanto impongono l'applicazione di alcune disposizioni dell'art. 113 del TUEL incompatibili con la nuova disciplina dettata dall'art. 23-bis.

È costituzionalmente illegittimo l'art. 1, comma 1, della legge della Regione Campania 21 gennaio 2010, n. 2, in quanto prevede la competenza della medesima Regione a disciplinare il servizio idrico integrato regionale come servizio privo di rilevanza economica ed a stabilire autonomamente sia le forme giuridiche dei soggetti cui affidare il servizio sia il termine di decadenza degli affidamenti in essere.

<sup>8</sup> Sul Regolamento, si segnalano, altresì: C. RAPICAVOLI, L'affidamento dei servizi pubblici locali. Il Regolamento attuativo. DPR 7 settembre 2010 n. 168. La gara a doppio oggetto, Lex Italia.it, n. 10/2010; G. GUZZO, La disciplina dei servizi pubblici locali dopo il varo del

# **PUBBLICA AMMINISTRAZIONE E IMPRESA**

REGOLAMENTO SERVIZI PUBBLICI LOCALI

---

regolamento di attuazione, Lex Italia, n. 10/2010. Si segnala quest'ultimo articolo in quanto, al par. 4, affronta il problema dell'applicabilità o meno delle norme introdotte dall'art. 14, comma 32, della l. 122/2010).

# PROBLEMI DELLA PRASSI

## CONCORDATO PREVENTIVO - LA SODDISFAZIONE NON INTEGRALE DEI CREDITORI ASSISTITI DA PRIVILEGI – TEST DI CONVENIENZA E CRITERI DI VALUTAZIONE DEI BENI

*La Legge Fallimentare, come riformata, ha introdotto il principio per cui nel Concordato Preventivo è consentito soddisfare in percentuale, e non integralmente, i creditori privilegiati in misura comunque non inferiore a quella realizzabile in caso di liquidazione e senza alterare l'ordine delle cause legittime di prelazione.*

*L'applicazione del principio esige l'effettuazione di un test sulla convenienza della proposta concordataria per i creditori privilegiati falcidiati.*

di **FRANCO CORNACCHIA**

### **1. La normativa di riferimento**

La “miniriforma”, attuata tramite il d.l. 14 maggio 2005, n. 35, e la successiva “riforma”, effettuata con il d.lgs. 9 gennaio 2006, n. 5 e modificata con il “decreto correttivo” d.lgs. 12 settembre 2007, n. 169, hanno profondamente modificato la l.f., r.d. 16 marzo 1942, n. 267, ed, in particolare, inciso sulla procedura del concordato preventivo. Il legislatore ha dichiaratamente voluto incentivare il ricorso a tale procedura apportando una serie di modifiche al previgente testo della legge fallimentare.

La “miniriforma” ha introdotto alcuni cambiamenti rilevanti quali:

- a. l’abolizione della condizione dell’offerta di garanzie reali o personali tali da garantire il pagamento di almeno il 40% dei creditori chirografari;
- b. l’abolizione della condizione di meritevolezza dell’imprenditore;
- c. l’introduzione del principio in base al quale l’offerta poteva prevedere trattamenti differenziati tra creditori appartenenti a classi diverse.

Quest’ultima previsione è stata opportunamente integrata, per effetto del c.d. “decreto correttivo”, con l’inserimento, nell’art. 160 l.f., del comma che ha introdotto la possibilità di soddisfare in maniera non integrale i creditori privilegiati, spiegandone la portata e parificando integralmente, sotto questo profilo, il concordato preventivo al concordato fallimentare (come modificato dalla “riforma”), eliminando al tempo stesso una diversità di disciplina di difficile comprensione.

Il secondo comma dell’art. 160 l.f. recita:

# PROBLEMI DELLA PRASSI

## IL TEST DI CONVENIENZA DEL CONCORDATO PREVENTIVO

*“la proposta concordataria può prevedere che i creditori muniti di privilegio, pegno o ipoteca, non vengano soddisfatti integralmente, purché il piano ne preveda la soddisfazione in misura non inferiore a quella realizzabile, in ragione della collocazione preferenziale, sul ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti sui quali sussiste la causa di prelazione indicato nella relazione giurata di un professionista in possesso dei requisiti di cui all’art. 67, terzo comma, lettera d). Il trattamento stabilito per ciascuna classe non può avere l’effetto di alterare l’ordine delle cause legittime di prelazione”.*

Come si evince dalla norma, condizione di ammissibilità del piano concordatario che preveda la falcidia dei creditori privilegiati, è la soddisfazione di tali creditori in misura comunque superiore rispetto a quella ottenibile dalla liquidazione dei beni in sede diversa da quella concordataria.

Il piano, per dimostrare la propria convenienza, dovrà di conseguenza contenere una comparazione rispetto alla liquidazione che, stante il contesto, non può che intendersi come liquidazione coattiva in sede fallimentare. Il procedimento di comparazione viene svolto mediante il “test di convenienza” come di seguito descritto.

### 2. Il “test di convenienza”

Funzione del “test di convenienza” è la comparazione del trattamento riservato ai creditori privilegiati nel piano rispetto all’alternativa della liquidazione coattiva fallimentare.

La successione delle attività che costituiscono il *test*, come concepito dall’impianto normativo, è la seguente:

- a. un professionista “stimatore”, in possesso dei requisiti di cui all’art. 67, terzo comma, lettera d) della l.f., determina, tramite una relazione giurata, il valore ricavabile – via liquidazione - dai beni sui quali insistono privilegi, pegni e ipoteche;
- b. un professionista “attestatore”, in possesso dei medesimi requisiti dello stimatore, nella relazione di attestazione al piano, effettua un confronto tra il trattamento riservato ai creditori prelatizi dal piano di concordato rispetto a quello loro riservabile in caso di fallimento. Nel formulare l’ipotesi di trattamento riservato ai creditori prelatizi nel caso alternativo di fallimento, l’attestatore si avvale dei valori di realizzo dei beni come valutati dallo stimatore e provvede a simulare un progetto di riparto fallimentare<sup>1</sup>. Ciò costituisce per

---

<sup>1</sup> Sulla questione di identità fra esperto stimatore ed attestatore cfr: STUDIO UNIONE NAZIONALE GIOVANI DOTTORI COMMERCIALISTI ED ESPERTI CONTABILI, *Concordato Preventivo – “Crisi d’azienda e terzietà del professionista coinvolto nella presentazione del piano e di quello attestatore”*, – 2009.

# PROBLEMI DELLA PRASSI

## IL TEST DI CONVENIENZA DEL CONCORDATO PREVENTIVO

L'attestatore, parte del più ampio processo di attività che lo porta a giudicare fattibile o meno il piano come previsto dall'art. 161 terzo comma l.f..

La struttura del procedimento si basa sul ruolo di professionisti la cui attività è soggetta a diverse criticità.

L'attestatore, nello sviluppo dell'attività tecnica di simulazione del progetto di riparto fallimentare, al fine di completare il "test di convenienza", deve affrontare, tra le altre, le seguenti problematiche:

i) potenziale incremento della massa attiva quale effetto dell'esito positivo di eventuali azioni revocatorie, azioni di risarcimento danno, azioni di responsabilità verso amministratori, etc;

ii) definizione della massa liquida immobiliare e mobiliare;

ii) rispetto dell'ordine dei privilegi e dei crediti in prededuzione<sup>2</sup>.

Lo stimatore, nella sua attività di determinazione del valore dei beni, deve confrontarsi con la problematica connessa all'applicazione dei criteri di valutazione. La criticità della scelta risulta evidente in quanto la valutazione costituisce elemento fondamentale per l'esecuzione del *test* di convenienza. Infatti l'esito del *test* è significativamente influenzato dai valori forniti dallo stimatore sul ricavabile dai beni in caso di liquidazione coattiva.

### **3. Il ruolo dello stimatore nel "test di convenienza" ed i possibili effetti di una sovra/sottovalutazione dei beni**

La valutazione dello stimatore sul ricavabile dai beni oggetto di diritti di prelazione costituisce un elemento centrale dello sviluppo della procedura concordataria, perché incide anche sul meccanismo di formazione della volontà dei creditori chiamati ad approvare o meno il concordato tramite votazione.

Per comprendere gli effetti di tale affermazione si pensi alla situazione in cui lo stimatore sottovaluti i beni oggetto di stima. Ciò facilita l'esito positivo del *test* di convenienza di un piano che offre una percentuale di soddisfazione ai creditori privilegiati formalmente superiore, ma sostanzialmente inferiore, rispetto a quella ricavabile con il fallimento, generando un danno per i creditori prelatizi falcidiati.

Al contrario una sopravvalutazione rende più difficile la proposta per il proponente, che dovrà ricercare risorse aggiuntive esterne per la soddisfazione, via concordato, dei creditori prelatizi. L'effetto di rendere inammissibile il concordato, per il mancato superamento del *test* di convenienza, e, di conseguenza, il mancato realizzo, in sede fallimentare, dei valori stimati, arrecherà un danno per i creditori prelatizi falcidiati che avrebbero potuto godere di una maggiore soddisfazione nel concordato preventivo.

---

<sup>2</sup> Tali problematiche, seppur interessanti, non sono approfondite in questa sede poiché non strettamente in primo piano rispetto al tema in oggetto.



# PROBLEMI DELLA PRASSI

## IL TEST DI CONVENIENZA DEL CONCORDATO PREVENTIVO

Si consideri che la valutazione dell'operato svolto dallo stimatore è fatta sempre *ex-post*, ovvero in caso di effettivo fallimento.

I creditori prelatizi possono esprimere, in diversi modi, il loro dissenso rispetto all'operato svolto dallo stimatore in quanto sono assistiti da tutele, sia afferenti alla procedura concorsuale sia relativi ai principi generali dell'ordinamento, per contestare eventualmente l'operato dello stimatore.

I creditori prelatizi falcidiati, tramite il diritto di voto, possono partecipare alla votazione per l'approvazione o meno del piano concordatario e dare il loro giudizio sulla convenienza della proposta<sup>3</sup>.

Inoltre i creditori prelatizi falcidiati dissenzienti, in caso di approvazione del concordato ex art. 177 l.f., possono costituirsi prima dell'udienza fissata dal tribunale per il giudizio di omologazione.

E'opportuno evidenziare che la l.f. ha previsto, per la tutela del superiore interesse generale, che, nel caso in cui creditori (di classi dissenzienti) contestino la convenienza della proposta, il Tribunale possa comunque omologare il concordato (art. 180 quarto comma l.f.) qualora ritenga che il credito possa risultare soddisfatto dal concordato in misura non inferiore rispetto alle alternative concretamente praticabili<sup>4</sup>.

Infine, in applicazione dei principi generali dell'ordinamento, lo stimatore risponde nei confronti dei creditori e dei terzi danneggiati di comportamenti dolosi o colposi eventualmente posti in essere<sup>5</sup>.

#### **4. Criteri di valutazione da utilizzare nella relazione dello stimatore**

In generale, in ogni attività estimativa, la criticità del perito si manifesta nella scelta dei metodi e criteri di valutazione. Nel caso in esame la norma detta un principio, infatti l'art. 160, secondo comma della l.f. recita “ *...ricavato in caso di liquidazione, avuto riguardo al valore di mercato attribuibile ai beni o diritti ... indicato nella relazione giurata di un professionista...*”.

Tale norma fa riferimento apparentemente a due grandezze: i) ricavato in caso di liquidazione e ii) valore di mercato attribuibile ai beni e diritti.

---

<sup>3</sup> I creditori assistiti da privilegi, la cui soddisfazione prevista nel piano concordatario non sia integrale, possono esprimere il proprio dissenso tramite il meccanismo di votazione ex art. 177 l.f.. L'approvazione del piano avviene per maggioranza dei crediti ammessi al voto e per maggioranza di classi.

<sup>4</sup> Il fatto che solamente i creditori di una classe dissenziente possano esercitare opposizione ex art. 180 quarto comma l.f. implica che i creditori dissenzienti all'interno di una classe consenziente subiscono automaticamente il cosiddetto “*cram down*” (clausola di non opportunismo).

<sup>5</sup> Il professionista si può rendere responsabile, oltre che dei fatti sanzionati dall'art. 236 l.f. a titolo di concorso con l'imprenditore, anche del reato di cui all'art. 483 c.p.; vedi inoltre responsabilità ex art. 2043 c.c..

# PROBLEMI DELLA PRASSI

## IL TEST DI CONVENIENZA DEL CONCORDATO PREVENTIVO

Ma, a ben vedere, la definizione di mercato risultante dai principi della scienza economica in base alla quale un “mercato concorrenziale”:

- soddisfa quattro condizioni:
  - a. tutti i partecipanti al mercato sono in ogni momento al corrente delle opportunità che il mercato offre,
  - b. i compratori e i venditori sono piccoli e indipendenti,
  - c. l'inserimento di nuovi prodotti è semplice,
  - d. esiste facilità di movimento di capitali da un settore ad un altro;
- inoltre, è composto da molti compratori e molti venditori, in modo che nessun singolo compratore o venditore possa esercitare un'influenza significativa sui prezzi; porta alla conclusione che non può esistere il “mercato” delle liquidazioni. Il riferimento del legislatore al valore di mercato non vuole, e non può, riferirsi ad una valorizzazione che tenga conto del prezzo comunemente individuato da un determinato numero di liberi acquirenti e venditori quanto, piuttosto, semplicemente e coerentemente con la disciplina concorsuale, al valore di realizzo – in caso di liquidazione - dei beni e dei diritti oggetto di prelazione<sup>6</sup>.

Il perito stimatore deve, pertanto, stimare il valore del bene in ipotesi di liquidazione adottando i criteri consoni al contesto, che differiscono dal criterio del valore di mercato dei medesimi beni.

L'affermazione, nel caso dei beni immobili, è corroborata sia dall’*“International Valuation Standards Council”* (IVSC)<sup>7</sup>, secondo il quale il prezzo ottenibile in una vendita di liquidazione (*forced sale*) di un immobile ha un rapporto casuale con il valore di mercato, sia dai Principi di Valutazione Italiani (nel Real Estate), i quali riportano al paragrafo *“Vendita forzata o liquidazione”* punto 2.22: *“è da notare che questo tipo di valutazione non è conforme alla definizione di valore di mercato, quindi gli estimatori debbono includere una stima del valore di mercato e ogni altra appropriata informazione che dimostri quanto differisce dal valore di mercato la valutazione di liquidazione”*.

Infatti nella valutazione dei beni immobili, secondo le *“best practice”*, i periti estimatori, nella stima del valore di un bene in caso di liquidazione si rifanno ai criteri delle *“forced sale”* e integrano la relazione anche con il desunto valore di mercato del medesimo bene, motivandone la differenza per effetto del diverso contesto (limiti di tempo per la ricerca di acquirenti, mancanza di garanzie sui vizi ex art. 2922 c.c., etc). Il

---

<sup>6</sup> CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, Commissione Nazionale di studio, *“Il diritto fallimentare dopo la riforma”*; *“La relazione giurata estimativa del professionista nel concordato preventivo e nel concordato fallimentare”*.

<sup>7</sup> Organizzazione internazionale indipendente per la definizione degli standard di valutazione nel mercato del *“real estate”*.

# PROBLEMI DELLA PRASSI

## IL TEST DI CONVENIENZA DEL CONCORDATO PREVENTIVO

medesimo principio può senz'altro valere anche per beni più complessi, quali aziende, proprietà intellettuali, etc che possono essere oggetto di privilegi.

L'applicazione dei suddetti criteri di valutazione potrebbe essere soggetta a critiche in presenza di un piano concordatario, con cessione di beni, che contenga una proposta di acquisto di beni oggetto di privilegi, a condizioni evidentemente sopravvalutate con il fine di apportare risorse esterne al piano. Come si vedrà di seguito, diverse considerazioni portano a sostenere la validità dei criteri di valutazione analizzati anche nel caso particolare rilevato.

### **5. Contenuto del Piano Concordatario e riflessi sui criteri di valutazione dei beni**

Lo stimatore viene incaricato dal debitore proponente il piano concordatario, il quale, nell'ipotesi di concordato con cessione di beni, è in grado di progettare il piano perché destinatario di proposte vincolanti di acquisto dei beni da parte di terzi soggetti, che, in tal modo, rendono disponibili i mezzi finanziari per l'esecuzione del concordato preventivo.

L'offerta di acquisto di beni del proponente, da parte di terzi, a valori superiori a quelli di liquidazione, al pari della rinuncia ad un credito, condizionata al buon esito della procedura concordataria, rappresenta una delle forme adottate nella pratica per dotare la proposta concordataria di risorse aggiuntive che permettono di progettare una proposta migliorativa, per i creditori, rispetto all'alternativa della procedura fallimentare.

Come descritto in precedenza, si pone la questione relativa alla valutazione, da parte dello stimatore, di beni e diritti sui quali insistono privilegi in presenza di proposte di acquisto, condizionate all'omologazione del concordato preventivo, a valori sopravvalutati rispetto al ricavato in caso di liquidazione. Si pensi all'ipotesi di un creditore assistito da privilegio, ad esempio ipoteca, su un bene immobile oggetto di offerta condizionata a valori sopravvalutati, il quale potrebbe esprimere il proprio dissenso nei confronti di una determinazione del valore ricavabile dalla vendita del bene inferiore a quello dell'offerta di acquisto manifestata, contestando i criteri adottati dallo stimatore.

Il requisito di oggettività che deve ispirare ogni processo di valutazione, il tenore letterale dell' art. 160 secondo comma l.f. e, più in generale, il contesto del meccanismo voluto dal legislatore, portano ad affermare, a parere di chi scrive, che l'offerta di un terzo – condizionata al buon esito del concordato – per l'acquisto di beni del debitore non può interferire nella valutazione dello stimatore che è chiamato a stimare il ricavato di un bene esclusivamente secondo i criteri di liquidazione.

Un'interpretazione diversa, ovvero l'adozione di un valore del bene superiore a quello di liquidazione – giustificato dall'offerta di acquisto - innesterebbe un meccanismo perverso per effetto del quale ogni risorsa aggiuntiva apportata al piano

# PROBLEMI DELLA PRASSI

## IL TEST DI CONVENIENZA DEL CONCORDATO PREVENTIVO

concordatario, attraverso l'acquisto di beni a valori superiori a quelli di liquidazione, dovrebbe essere destinata, in via prioritaria, al soddisfacimento dei creditori prelatizi, con sacrificio dei chirografari. Il risultato conseguente sarebbe quello di rendere privo di applicazione pratica il principio, introdotto dalle riforme alla l.f., per facilitare la procedura del concordato preventivo in alternativa al fallimento, pur sempre nel rispetto del superiore interesse della pluralità dei creditori.

### 6. Conclusioni

La l.f. come modificata, in ultimo, dal “decreto correttivo” ha introdotto – anche per il concordato preventivo - la tutela di principi di ordine generale, gerarchicamente superiori al principio di soddisfazione integrale dei crediti assistiti da privilegi, al fine di favorire la positiva conclusione di procedure alternative al fallimento.

L'applicazione pratica di tali principi, che introducono la falcidia anche del credito assistito da privilegi, si realizza per mezzo di un'articolata procedura, il “*test di convenienza*”, effettuata dall'attestatore prendendo a riferimento i valori dei beni, sui quali insistono privilegi, come definiti dallo stimatore nella propria relazione allegata al piano concordatario.

I criteri adottati dallo stimatore non cambiano in presenza di offerte di acquisto a prezzi sopravvalutati da parte di terzi – condizionate al buon esito del concordato - aventi ad oggetto beni sui quali insistono privilegi.

Il conseguente giudizio di ammissibilità del concordato, che dipende anche dall'esito positivo del *test* di convenienza, legittima, in caso di omologazione del concordato, la degradazione dei creditori privilegiati a chirografari e può rendere parzialmente efficaci, od anche inefficaci, i privilegi che assistono tali crediti.

# SEGNALAZIONI

DIRITTO COMMERCIALE

## SEGNALAZIONI DI DIRITTO COMMERCIALE

### INDICAZIONI INTERPRETATIVE E APPLICATIVE CONSOB

**OPA e OPS** – Il Regolamento degli Emittenti è stato modificato a seguito del recepimento della direttiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio in materia di Offerta Pubblica di Acquisto e di Offerta Pubblica di Scambio. Il testo è disponibile per la lettura sul sito: [www.consob.it](http://www.consob.it).

**Teleraccolta della documentazione da trasmettere alla Consob** - Mediante la Comunicazione n. DEM/11005745 del 27 gennaio 2011, la Consob ha chiarito le modalità di teleraccolta delle informazioni da fornire alla Consob previste dal Titolo II, Capi III, VI, VII, VII-bis della delibera Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modifiche ("Regolamento Emittenti") e a quelle in materia di operazioni con parti correlate previste dalla delibera Consob n. 17221 del 12 marzo 2010 e successive modifiche ("Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate"). Il testo è disponibile per la lettura sul sito: [www.consob.it](http://www.consob.it).

### CNDCEC

**Principi di revisione applicabili ai bilanci dell'esercizio 2010** – Il Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili ha emanato, in data 16 febbraio 2011, un documento interpretativo concernente *L'applicazione dei principi di revisione dopo il recepimento della direttiva 2006/43/CE*, sottolineando come *“fino al momento in cui l'attività di revisione legale dei conti sarà pienamente regolata in tutti i suoi aspetti”* si continuano ad applicare, per la revisione dei conti delle società sottoposte alla vigilanza Consob, i principi emanati ex art. 162 del D. Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58. Parimenti, per i bilanci delle società non quotate, i principi di revisione non assumono alcuna cogenza giuridica in forza del D. Lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, seguitando ad essere, pertanto *“un punto di riferimento tecnico che ogni revisore potrà declinare ed adattare, secondo la propria esperienza e competenza tecnica, in relazione alla situazione nella quale sarà chiamato a rilasciare il proprio parere”*.

# SEGNALAZIONI

DIRITTO COMMERCIALE

Il testo è disponibile integralmente sul sito ufficiale del CNDCEC: [www.commercialisti.it](http://www.commercialisti.it).

## AUTORITÀ PER LA VIGILANZA SUI LAVORI PUBBLICI

**Autorità per la vigilanza sui lavori pubblici** - E' stato pubblicato in data 26 gennaio 2011 dall'Autorità per la vigilanza sui lavori pubblici un atto di segnalazione al Governo e al Parlamento con cui viene richiesto un intervento normativo per la corretta qualificazione della natura pubblica degli enti gestori di forme di previdenza ed assistenza obbligatorie private: tali organismi dispongono forme di finanziamento statale, anche se indirette, e, a parere dell'Autorità, dovrebbero essere assoggettati alla disciplina del Codice dei contratti.

Il testo integrale dell'atto di segnalazione ai sensi dell'articolo 6, comma 7, lett. e) ed f) del decreto legislativo n. 163 del 12 aprile 2006 è reperibile sul sito [www.avcp.it](http://www.avcp.it).

## GIURISPRUDENZA

**Concordato fallimentare** – Nell'ambito di un contenzioso concernente la proposta di concordato fallimentare di una società per azioni, la Corte di Cassazione ha sancito come non sia necessario, ai fini dell'ammissibilità della suddetta proposta, la "*conoscenza di elementi connessi alla reale identità del proponente necessariamente oggetto di valutazione eminentemente soggettiva*", in quanto ciò che rileva per i creditori, ed è pertanto imposto *ex lege* che sia a costoro noto, "*sono quelle informazioni che attengono alla capacità del soggetto di eseguire il concordato e quindi alla fattibilità del medesimo*". Inoltre, la Suprema Corte ha stabilito come non costituisca un'ipotesi di abuso di diritto "*la violazione della par condicio creditorum intesa come trattamento paritario, salve le cause di prelazione*", poiché è lo stesso legislatore che prevede la possibilità, nei concordati con classi, di un "*trattamento differenziato non solo per quanto attiene ai mezzi soddisfatti ma anche in relazione alla percentuale offerta con il solo limite del trattamento uguale all'interno delle singole classi*".

Il testo integrale della sentenza della Corte di Cassazione, 10 febbraio 2011, n. 3274, è reperibile sul sito [www.altalex.com](http://www.altalex.com).

**Concordato preventivo** - La Corte di Cassazione ha avuto recentemente modo di precisare che l'orientamento interpretativo che ritiene che il Tribunale, in sede di giudizio di ammissibilità, è tenuto ad accertare anche la fattibilità del piano attraverso un controllo della regolarità e della completezza dei dati aziendali esposti ed attraverso una puntuale verifica dell'iter logico attraverso il quale il professionista è giunto ad affermare la fattibilità del piano, non appare condivisibile, essendo in contrasto con il dettato normativo dal quale si ricava che il legislatore ha inteso dare una netta

# SEGNALAZIONI

DIRITTO COMMERCIALE

prevalenza alla natura contrattuale, privatistica del concordato che dà decisivo rilievo al consenso dei creditori.

Il testo della sentenza della Corte di Cassazione, 25 ottobre 2010, n. 21860, è reperibile al sito [www.ilcaso.it](http://www.ilcaso.it).

**Bene pubblico. Nozione** - Le Sezioni Unite della Cassazione, con sentenza n. 3811 del 16 febbraio 2011, hanno stabilito quando un bene può essere definito demaniale, precisando che *“al fine di riconoscere se in concreto il particolare bene di cui si discute fa parte della realtà materiale che la norma, denominandola, inserisce nel demanio, si deve tenere conto in modo specifico del duplice aspetto finalistico e funzionale che connota la categoria dei beni in questione”*.

# SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

## SEGNALAZIONI DI DIRITTO TRIBUTARIO

### INDICAZIONI INTERPRETATIVE E APPLICATIVE

**Approvate le specifiche tecniche per versare l'imposta sostitutiva per il leasing immobiliare** - L'Agenzia delle entrate ha emesso un Provvedimento - concernente "Modalità per il versamento dell'imposta sostitutiva delle imposte ipotecaria e catastale dovuta per i contratti di locazione finanziaria di immobili in corso di esecuzione alla data del 1° gennaio 2011 di cui all'articolo 1, comma 16, della legge 13 dicembre 2010, n. 220 e approvazione delle relative specifiche tecniche. Approvazione delle specifiche tecniche per la trasmissione telematica del modello di comunicazione dei dati catastali degli immobili oggetto di cessione, risoluzione e proroga di contratti di locazione o affitto già registrati alla data del 1° luglio 2010 (modello CDC)" – così illustrato con apposito comunicato stampa:

"Con il Provvedimento del Direttore dell'Agenzia delle Entrate, diffuso oggi, sono stabilite le modalità, con le relative specifiche tecniche, previste per il versamento dell'imposta sostitutiva dovuta sui contratti di *leasing* immobiliare in corso di esecuzione alla data del 1° gennaio 2011. Con lo stesso Provvedimento sono inoltre approvate le specifiche tecniche per la trasmissione telematica del modello di comunicazione dei dati catastali degli immobili oggetto di cessione, di risoluzione e di proroga di contratti di locazione, o affitto, già registrati alla data del 1° luglio 2010.

Tranche unica per l'imposta sul leasing: L'imposta sostitutiva, da corrispondere in una soluzione unica, bilancia il più favorevole trattamento ora applicabile in sede di riscatto del bene immobile che prevede le imposte ipotecarie e catastali in misura fissa. Le modifiche, quindi, introdotte dalla legge di stabilità ( legge 220/2010), concentrano il prelievo delle imposte ipotecarie e catastali nella fase dell'acquisto dell'immobile, semplificando e snellendo le procedure.

Tempistica e modalità: 31 marzo termine ultimo e spazio al telematico: – Dunque, le parti contraenti dei contratti di locazione finanziaria già in essere al 1° gennaio 2011, e aventi ad oggetto immobili, sono tenute, entro il 31 marzo del 2011, al versamento dell'imposta sostitutiva delle imposte ipotecaria e catastali. Il pagamento deve essere effettuato esclusivamente mediante i servizi telematici dell'Agenzia.

L'identikit degli immobili oggetto di locazione viaggia online: Le stesse specifiche tecniche approvate con il Provvedimento diffuso oggi sono utilizzate per il versamento telematico dell'imposta sostitutiva e per la trasmissione del modello di comunicazione dei dati catastali, Modello "CDC", relativi ad immobili oggetto di cessione, risoluzione



# SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

o proroga di contratti di locazione o affitto già registrati al 1° luglio 2010 – Provvedimento del Direttore dell’Agenzia delle Entrate del 25 giugno 2010.

Riguardo l’attivazione della procedura telematica, per la comunicazione dei dati catastali e per il versamento della nuova imposta sostitutiva, la data d’avvio sarà stabilita con un successivo Provvedimento del Direttore.

*(Agenzia delle entrate, Provvedimento prot. n. 6275/2011 del 14 gen. 2011)*

**Valute estere, quotazioni per il mese di dicembre 2010** - Sul sito Internet dell’Agenzia delle entrate ([www.agenziaentrate.it](http://www.agenziaentrate.it) – Provvedimenti soggetti a pubblicità legale) è disponibile, con relative tabelle allegate, 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 dicembre 2010.

*(Agenzia delle entrate, Provvedimento del 19.01.11, prot. 2011/4203)*

**Incentivi alla rottamazione auto, ripartono i codici tributo per compensare i crediti d’imposta** - L’Agenzia delle entrate ha ripristinato i codici tributo per utilizzare in compensazione i crediti d’imposta sugli incentivi per il rinnovo del parco circolante e per l’acquisto di veicoli ecologici, nonché quelli relativi all’installazione sui veicoli di impianti a metano o Gpl e alla rottamazione di macchine e attrezzature agricole.

A partire dalla liquidazione del mese di gennaio 2011, i centri autorizzati che hanno effettuato la rottamazione, le imprese costruttrici o importatrici del veicolo nuovo, nonché gli eventuali cessionari dei crediti possono, quindi, tornare a compensarli.

*(Agenzia delle entrate, ris. n. 8 del 13 gen. 2011)*

**Preclusione all’autocompensazione in presenza di ruoli scaduti** - L’Agenzia delle entrate, in relazione alla preclusione in presenza di ruoli scaduti superiori a 1.500 euro, ha precisato:

“ Le compensazioni, in presenza di ruoli scaduti superiori a 1.500 euro, non sono sanzionabili fino all’emanazione del decreto del Ministero dell’Economia e delle Finanze che ne disciplina le modalità. Questo a condizione che l’operazione di compensazione non vada a intaccare i crediti necessari per pagare i ruoli esistenti.

La piena operatività della disposizione contenuta nell’articolo 31, comma 1 del decreto legge n. 78 del 2010 secondo cui, a decorrere dal 1° gennaio 2011, la compensazione ai sensi dell’articolo 17, comma 1, del decreto legislativo 9 luglio 1997, n. 241 dei crediti relativi alle imposte erariali è vietata fino a concorrenza dell’importo dei debiti, di ammontare superiore a 1.500 euro, iscritti a ruolo e per i quali è scaduto il termine di

# SEGNALAZIONI

## DIRITTO TRIBUTARIO

pagamento, presuppone l'adozione di un prossimo decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze che disciplini le modalità di compensazione delle somme iscritte a ruolo. Pertanto, tenuto conto che, allo stato, il contribuente titolare di crediti erariali, cui non è consentito effettuare alcuna compensazione se non assolve, preventivamente, l'intero debito per il quale è scaduto il termine di pagamento, si trova in una condizione obiettiva di impossibilità di esercitare pienamente il diritto di pagare questo debito anche mediante compensazione, l'Agenzia delle Entrate ritiene che tale ultima condizione configuri una circostanza che incide direttamente sui presupposti per l'applicazione della sanzione.

Di conseguenza, fino all'emanazione del decreto non si ritengono sanzionabili eventuali compensazioni effettuate in presenza di ruoli scaduti, sempre che l'utilizzo dei crediti in compensazione non intacchi quelli destinati al pagamento dei predetti ruoli una volta emanato il citato decreto ministeriale."

*(Agenzia delle entrate, comunicato stampa del 14 gen. 2011)*

### **Esonero da garanzie per i rimborsi Iva richiesti da contribuenti virtuosi -**

L'Agenzia delle entrate ha chiarito che i contribuenti "virtuosi", quelli cioè che soddisfano i requisiti di affidabilità e solvibilità previsti dal c. 7 dell'art. 38-bis, del dpr n. 633/72, possono evitare di presentare le garanzie previste per richiedere il rimborso dell'Iva a credito, qualora presentino una dichiarazione sostitutiva (vedasi circ. n. 54/99):

- non oltre i 40 gg. dalla presentazione dell'istanza di rimborso, in caso di procedura semplificata;
- o, al più tardi, congiuntamente alla documentazione richiesta dall'amministrazione finanziaria per attestare l'esistenza del credito, nel caso di procedura ordinaria.

*(Agenzia delle entrate, ris. n. 9 del 14 gen. 2011)*

### **La dichiarazione Iva anticipata a febbraio esclude la comunicazione dei dati Iva -**

L'Agenzia delle entrate ha precisato:

- 1) che i contribuenti, sia in presenza di un credito sia di un debito Iva nei confronti dell'Erario, possono presentare la dichiarazione annuale Iva separatamente dal modello Unico e trasmetterla entro il mese di febbraio;
- 2) che in tale evenienza, non è necessario presentare anche la Comunicazione annuale dei dati Iva;
- 3) che in caso di presentazione in via autonoma della dichiarazione annuale Iva, non è possibile effettuare i versamenti in base alle scadenze del modello Unico e che, quindi:

# SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

- il versamento del saldo annuale deve essere effettuato entro il 16 marzo in un'unica soluzione,
- oppure a rate, maggiorando dello 0,33% mensile l'importo di ciascuna rata successiva alla prima.

(Agenzia delle entrate, circ. n. 1 del 25 gen. 2011)

**Le risposte dell'Agenzia delle entrate sull'obbligo di comunicazione delle operazioni black-list** -L'Agenzia delle entrate Risposte ha fornito risposte a numerosi quesiti relativi all'obbligo di comunicazione delle operazioni realizzate da soggetti passivi IVA con operatori economici *black list*, tra le altre per quel che concerne:

- le spese di trasferta dei dipendenti;
- gli acquisti da un operatore economico non black-list con rappresentante fiscale in un Paese black-list;
- per le operazioni estero su estero senza Iva;
- rapporti tra comunicazione integrativa e ravvedimento operoso.

La circolare si articola come segue:

## PREMESSA

### 1. oggetto di comunicazione

#### 1.1 Importazioni

#### 1.2 Spese di trasferta dei dipendenti

#### 1.3 Cessioni gratuite di beni

#### 1.4 Acquisti da un operatore economico non *black list* con rappresentante fiscale nominato in un Paese a regime fiscale privilegiato

#### 1.5 Acquisti di servizi territorialmente rilevanti nel Paese del prestatore

#### 1.6 Commissioni bancarie addebitate da un istituto di credito residente in un Paese a regime fiscale privilegiato

#### 1.7 Operazioni attive e passive dei *tour operator*

#### 1.8 Carte carburanti per rifornimenti effettuati dal contribuente italiano in Paese a fiscalità privilegiata

#### 1.9 Vendite non documentate da fattura

#### 1.10 Stabili organizzazioni

#### 1.11 Cessioni e acquisti di beni "estero su estero"

#### 1.12 Dichiarazione in caso di fusione

### 2. Momento rilevante ai fini della comunicazione

#### 2.1 Acquisto di servizi in *reverse-charge*

#### 2.2 Note di variazione relative ad operazioni realizzate prima del 1° luglio 2010

#### 2.3 Fatture di acconto

### 3. Determinazione della periodicità

# SEGNALAZIONI

## DIRITTO TRIBUTARIO

- 3.1 Transazioni con Cipro, Malta e Corea del Sud
- 3.2 Opzione per la periodicità mensile
- 4. Comunicazione integrativa e ravvedimento operoso
  - 4.1 Rapporti tra comunicazione integrativa e ravvedimento operoso
  - 4.2 Regolarizzazione senza sanzioni entro il 31 gennaio 2011 (Circolare 28 ottobre 2010 n. 54/E) – Estensione all’omessa presentazione per errore “scusabile”
  - 4.3 Mancanza del codice identificativo degli operatori economici localizzati in Paesi a regime fiscale privilegiato
  - 4.4. Codici fiscali  
(*Agenzia delle entrate, circ. n. 2 del 28 gen. 2011*)

**Determinazione della sopravvenienza attiva nella cessione di un leasing immobiliare** - Il Gruppo bancario Intesa Sanpaolo si è espresso nel senso che, nella cessione del contratto di leasing di un fabbricato con area sottostante o di pertinenza, la sopravvenienza attiva deve essere determinata tenendo conto in abbattimento dei canoni già pagati ma indeducibili del terreno, nel rispetto del principio generale di equivalenza con la cessione della proprietà.

(N.B. quanto ritenuto nella circolare in parola ha poi trovato conferma nell’incontro del 26.01.11 tra l’Agenzia delle entrate e la stampa specializzata, di cui si darà conto quando verrà ufficializzato con una circolare dell’Agenzia stessa.)

(*Gruppo Intesa Sanpaolo, Consorzio studi e ricerche fiscali, circolare n. 1 del 25 gen. 2011*)

**Le precisazioni dell’Agenzia delle entrate sugli elenchi Vies per le operazioni intra Ue** - L’Agenzia delle entrate ha, con i seguenti due comunicati stampa chiarito:

Operazioni Iva intra-Ue, la domanda è d’obbligo ma non per tutti

Sì al ritiro per le richieste immotivate di iscrizione al Vies

La domanda di inserimento nell’archivio Vies non è per tutti. Infatti, solo i contribuenti che intendono eseguire operazioni intracomunitarie devono presentare all’Agenzia delle Entrate una domanda per dichiarare la volontà di operare con l’estero.

L’adempimento può essere fatto anche inviando una raccomandata, insieme alla copia fotostatica di un documento di identità, all’ufficio competente per le attività di controllo.

Chi, invece, ha presentato una richiesta immotivata, ossia non legata alla reale volontà o necessità di fare operazioni tra i confini dell’Unione europea, può tornare sui suoi passi, proponendo una nuova istanza per non essere incluso nell’elenco.

Si evidenzia, peraltro, che l’inserimento nell’archivio Vies comporta il monitoraggio specifico della posizione da parte dell’Agenzia: ove inutilmente effettuato, potrebbe

# SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

depotenziare l'efficacia dello strumento per il contrasto delle frodi intracomunitarie, cui è specificamente finalizzato.

Scacco matto alle frodi Iva – Due provvedimenti del direttore dell'Agenzia delle Entrate del 29 dicembre scorso hanno dato attuazione all'obbligo di dichiarazione di volontà, previsto dal dl 78/2010, per quanti vogliono operare con l'estero. In particolare, sono stati messi nero su bianco da un lato le modalità di diniego o revoca dell'autorizzazione a effettuare operazioni intracomunitarie in base all'esito delle verifiche svolte dall'Agenzia, dall'altro i criteri e le modalità di inclusione delle partite Iva nel Vies. Come previsto nel primo provvedimento, verso la fine del mese di febbraio si concluderà la ricognizione delle partite Iva che non hanno i requisiti per essere incluse nell'archivio, cancellandole dalla lista.

Online gli operatori autorizzati – Già dal 1° febbraio prossimo sarà comunque disponibile nel sito Internet dell'Agenzia, [www.agenziaentrate.gov.it](http://www.agenziaentrate.gov.it), un servizio che permetterà di consultare preventivamente l'elenco delle partite Iva che, alla data del 30 gennaio 2011, risulteranno in possesso dei requisiti per essere incluse nel Vies. Di conseguenza, questi operatori non dovranno chiedere di essere inclusi nell'archivio, dato che vi rientreranno automaticamente a partire dalla fine di febbraio.

Operazioni Iva intra-Ue.

Precisazioni sull'elenco Vies

A ulteriore chiarimento delle informazioni fornite nei giorni scorsi, l'Agenzia precisa che la domanda di inserimento nell'archivio Vies, necessaria per effettuare operazioni Iva intracomunitarie, può essere presentata, sia a mano sia tramite raccomandata, a qualsiasi ufficio territoriale delle Entrate.

Le eventuali domande di cancellazione, in caso di istanze immotivate, devono, invece, essere presentate, sia a mano sia con raccomandata, esclusivamente all'ufficio delle Entrate a cui ci si è rivolti per la richiesta iniziale di iscrizione al Vies.

*(Agenzia delle entrate, Comunicati stampa del 26 e del 27 gen. 2011)*

**Ritenute sugli interessi per il riacquisto di titoli obbligazionari** - L'Agenzia delle entrate ha chiarito che il riacquisto dei titoli obbligazionari, da parte dell'emittente o dell'intermediario, prima del decorso dei 18 mesi dall'emissione non comporta il pagamento di una somma pari al 20% (art. 26, c. 1, dpr n. 600/73) degli interessi e degli altri proventi, corrisposti sui titoli stessi, soltanto se l'emittente rimette in circolazione i titoli stessi.

*(Agenzia delle entrate, ris. n. 11 del 31 gen. 2011)*

# SEGNALAZIONI

## DIRITTO TRIBUTARIO

**Le sanzioni dell'Antitrust non sono deducibili dal reddito** - La Corte di Cassazione, confermando il proprio orientamento, ha statuito che le sanzioni irrogate dall'Antitrust non sono deducibili dal reddito d'impresa.

Sull'argomento vedasi anche :

- nello stesso senso: Cassazione n. 7071/2000 e n. 5050/10, Consiglio di Stato n. 1671/01, Agenzia delle entrate circ. n. 98/2000 e n. 42/05, ris. n. 89/01;
- in senso contrario: Ctp di Milano n. 370/47/01 e n. 427(03/10, Assonime circ. n. 39/2000, Associazione dottori commercialisti norma di comportamento n. 138.

*(Cassazione, sentenza n. 600 del 12 gen. 2011)*

**Ristrutturazioni aziendali, nel risparmio fiscale non c'è sempre abuso di diritto** -

La Corte di Cassazione, dopo aver affermato che la libertà economica delle aziende non può essere limitata per ragioni fiscali, ha statuito che il carattere abusivo di un'operazione deve essere escluso quando esistono ragioni extra fiscali che possono migliorare la struttura e la funzionalità dell'impresa, al di là del risparmio d'imposta conseguito.

*(Cassazione, sentenza n. 1372 del 21 gen. 2011)*

**I macchinari in comodato all'estero sono deducibili solo se c'è ritorno produttivo** -

La Corte di Cassazione ha statuito che sono deducibili dall'impresa i costi dei macchinari presi in locazione e dati in comodato all'estero per la esternalizzazione di manodopera solo se viene dimostrato che l'operazione e i beni stessi rientrano nel ciclo produttivo dell'azienda, apportando miglioramento dei conti economici dell'impresa italiana, anche in termini di risparmio di spese.

*(Cassazione, sentenza n. 1389 del 21 gen. 2011)*

**Nelle cessioni d'azienda le plusvalenze si tassano alla data dell'atto pubblico** -

La Corte di Cassazione ha statuito che le plusvalenze speculative relative alle cessioni d'azienda si tassano secondo il principio di competenza e che il momento che rileva per l'individuazione del periodo d'imponibilità è la stipula dell'atto pubblico; ciò comporta che, nel caso in cui la plusvalenza fosse effettivamente realizzata in un periodo successivo o, addirittura, qualora non fosse realizzata affatto, il contribuente sarà comunque tenuto al versamento delle imposte nell'anno di stipula del rogito notarile.

*(Cassazione, sentenza n. 253227/2010 depositata il 15 dic. 2010)*

# SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

## VARIE

**Nuove misure di riduzione delle sanzioni. Scattano dal 1° febbraio 2011** - Dal 1° febbraio 2011, per effetto della disposizione portata dall'art. 1, commi da 18 a 22, della legge n. 220/2010, scatteranno le nuove misure di riduzione delle sanzioni previste allo scopo di incentivare l'adesione alle contestazioni tributarie.

Le nuove norme si rendono applicabili:

- *per il ravvedimento operoso* (art. 13, d.lgs 472/97), alle violazioni commesse dal 1°02.11
- *per la definizione agevolata* (artt. 16 e 17, d.lgs 472/97), agli atti emessi dal 1°02.
- *per le adesioni agli inviti al contraddittorio* (art. 5, c.1-bis, d.lgs 472/97), agli atti definibili emessi dal 1°02.11
- *per le adesioni ai processi verbali di constatazione* (art. 5-bis, d.lgs 218/97), agli atti definibili dal 1°02.11
- *per l'adesione all'accertamento* (artt. 2 e 3, d.lgs 218/97), agli atti definibili dal 1°02.11
- *per l'acquiescenza all'accertamento* (art. 15, d.lgs 218/97), agli atti definibili dal 1°02.11
- *per la conciliazione giudiziale* (art. 48, d.lgs 546/92, ai ricorsi presentati dal 1°02.11.

**Soggetti autorizzati a effettuare operazioni intracomunitarie, verifica Vies** - Sul sito Internet dell'Agenzia delle entrate è disponibile l'applicazione che consente di consultare, in via preventiva, l'elenco delle partite Iva che, al 30 gennaio 2011, risultano avere i requisiti per essere incluse nell'"Archivio dei soggetti autorizzati a effettuare operazioni intracomunitarie".

L'Archivio dei soggetti autorizzati sarà consultabile a partire dalla fine di febbraio 2011. Coloro, la cui partita Iva risulta già presente in questo elenco, saranno automaticamente inclusi nell'Archivio e non devono presentare istanza per chiedere l'inserimento.

Dalla fine di febbraio 2011, invece, le partite Iva dei soggetti nazionali che non avranno i requisiti per essere incluse nell'"Archivio dei soggetti autorizzati a effettuare operazioni intracomunitarie", non saranno più consultabili attraverso il servizio on line "Sistema elettronico di scambio dati sull'Iva (Vies)" in quanto non autorizzati (provvedimento del Direttore del 29/12/10, in attuazione dell'articolo 27 del DL 78/2010).

# SEGNALAZIONI

DIRITTO TRIBUTARIO

Sempre dalla fine di febbraio, concluse le procedure di controllo dei requisiti, l'effettiva consultazione dell'Archivio dei soggetti autorizzati sarà disponibile esclusivamente tramite il servizio Vies o tramite i siti internet della Commissione europea e degli altri Stati membri.



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 coloro 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

Si, 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 41D280160100000030296
- Addebito sulla mia Carta di Credito**
  - CartaSi/Visa  Diners  CartaSi/Visa/Eurocard/MasterCard
  - American Express  BankAmericard

N° \_\_\_\_\_

Scad. \_\_\_\_\_

Data \_\_\_\_\_ Firma \_\_\_\_\_

11000169

**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.

Consento all'attività di marketing di prodotti/servizi di terzi.

SI  NO

SI  NO

Offerta valida solo per l'Italia fino al 31/12/2010

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.