

CIRCOLARE N. 17 DEL 29 MAGGIO 2015

DIRITTO SOCIETARIO

MERCATO DEI CAPITALI E SOCIETÀ QUOTATE

Il nuovo limite al capitale della s.p.a. e altre misure per la competitività nel diritto societario

ABSTRACT

Con il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91 (c.d. “Decreto Competitività”), convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, sono state introdotte alcune modifiche alle disposizioni societarie del codice civile e del Testo Unico della Finanza.

Le principali novità riguardano in particolare: i) la riduzione dell'ammontare del capitale minimo necessario per la costituzione della società per azioni; ii) l'eliminazione di una delle ipotesi di nomina obbligatoria del collegio sindacale o del revisore nella s.r.l.; iii) la semplificazione della procedura per gli acquisti della società da promotori, fondatori, soci e amministratori e della procedura di trasformazione delle società di persone in società di capitali; iv) le modifiche all'esercizio del diritto di opzione; v) l'introduzione di una procedura semplificata di iscrizione degli atti al registro delle imprese; vi) la modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni di società quotate in caso di recesso; vii) l'introduzione della figura delle PMI quotate cui riservare un trattamento di favore rispetto al regime ordinario delle quotate; viii) la previsione di nuove soglie in tema di OPA; ix) l'estensione della possibilità dell'impiego dei principi contabili internazionali IAS/IFRS per la redazione del bilancio.

Le nuove norme hanno lo scopo di favorire la quotazione delle piccole e medie imprese, nonché quello di semplificare l'esercizio dell'attività e di ridurre i costi di gestione che gravano sulle società di capitali.

PROVVEDIMENTI COMMENTATI

Decreto legge 24 giugno 2014, n. 91, convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116 (articolo 20)

Circolare Ministero dello sviluppo economico 19 settembre 2014, n. 3673/C

INDICE

Introduzione	p. 4
1 Il nuovo limite minimo del capitale sociale nella s.p.a.	p. 5
2 I controlli obbligatori nella s.r.l.	p.10
3 La procedura di stima semplificata dei beni in natura in caso di acquisto da promotori, fondatori, soci e amministratori e in caso di trasformazione progressiva	p.15
4 Le modifiche all'esercizio del diritto di opzione	p.19
5 La procedura semplificata d'iscrizione degli atti al registro delle imprese	p.21
6 I criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso da società con azioni quotate	p.25
7 La nuova definizione delle PMI quotate	p.29
8 Le nuove soglie OPA	p.42
9 L'adozione volontaria dei principi contabili internazionale IAS/IFRS	p.47

Introduzione

Con il decreto legge 24 giugno 2014, n. 91¹, nell'ambito di un ampio intervento diretto a favorire il rilancio e lo sviluppo delle imprese, sono state adottate alcune modifiche alla disciplina delle società di capitali. Queste novità normative sono state introdotte modificando le disposizioni che regolano le società di capitali nel codice civile, le disposizioni in materia di emittenti contenute nel Testo Unico della Finanza e le disposizioni in materia di principi contabili internazionali.

Le nuove norme hanno carattere eterogeneo e toccano diversi aspetti della vita delle società. Ad esse tuttavia è sottesa una comune logica ispiratrice: proseguire il processo di razionalizzazione e semplificazione del diritto societario avviato da precedenti provvedimenti normativi² e volto, sia a ridurre gli oneri per le imprese, sia a favorirne la nascita e la crescita attraverso l'accesso al mercato del capitale di rischio.

In questa duplice ottica le principali novità che saranno illustrate nella presente circolare riguardano: i) la riduzione dell'ammontare del capitale minimo necessario per la costituzione della società per azioni; ii) l'eliminazione di una delle ipotesi di nomina obbligatoria del collegio sindacale o del revisore nella società a responsabilità limitata; iii) la semplificazione della disciplina per gli acquisti della società da promotori, fondatori, soci e amministratori e della disciplina di trasformazione delle società di persone in società di capitali; iv) la modifica del regime di pubblicità dell'offerta di azioni in opzione in caso di aumento di capitale a pagamento e la riduzione del termine per l'esercizio dell'opzione stessa; v) la procedura semplificata di iscrizione al Registro delle imprese nella s.r.l.; vi) la modifica dei criteri di determinazione del valore delle

¹ Pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 144 del 24 giugno 2014 e recante "Disposizioni urgenti per il settore agricolo, la tutela ambientale e l'efficientamento energetico, dell'edilizia scolastica e universitaria, il rilancio e lo sviluppo delle imprese, il contenimento dei costi gravanti sulle tariffe elettriche, nonché per la definizione immediata di adempimenti derivanti dalla normativa europea. Il decreto è stato convertito con modificazioni dalla legge 11 agosto 2014, n. 116, pubblicata sulla Gazzetta Ufficiale n. 192 del 20 agosto 2014.

² Negli ultimi anni si sono susseguiti diversi interventi di modifica delle disposizioni societarie volti a realizzare un ambiente normativo e istituzionale più favorevole all'attività d'impresa e al rilancio della competitività del sistema imprenditoriale. Tra questi in particolare si ricordano la legge di stabilità 2012 e i successivi decreti in materia di liberalizzazione e semplificazione, con i quali è stato modificato il regime dei controlli nella s.r.l. è stata prevista la possibilità di attribuire le funzioni dell'organismo di vigilanza al collegio sindacale e sono state introdotte altre semplificazioni amministrative in tema di s.r.l.; il decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 che ha avviato il travagliato iter normativo all'esito del quale sono state introdotte anche nel nostro ordinamento società a responsabilità limitata con capitale simbolico; il d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 con il quale sono state previste semplificazioni e agevolazioni anche nell'ottica della quotazione per le imprese a carattere innovativo e altamente tecnologico (cd. start up innovative), nonché altre misure volte a favorire gli investimenti nel mercato del capitale di rischio.

azioni di società quotate in caso di recesso; vii) l'introduzione della figura delle PMI quotate cui riservare un trattamento di favore rispetto al regime ordinario delle quotate; viii) la previsione di nuove soglie OPA; ix) l'estensione della possibilità dell'impiego dei principi contabili internazionali IAS/IFRS per la redazione del bilancio.

Con le stesse finalità di favorire la raccolta di capitale di rischio e di incentivare la quotazione il decreto legge n. 91/2014 ha, infine, introdotto alcune importanti modifiche alla disciplina del voto nelle s.p.a.³.

1. Il nuovo limite minimo del capitale sociale nella s.p.a.

Tra le modifiche introdotte dal decreto legge n. 91/2014 alle disposizioni societarie del codice civile, particolare importanza assume la rideterminazione della soglia del capitale minimo necessario per la costituzione della società per azioni⁴. Secondo la nuova formulazione dell'articolo 2327 c.c., per essere validamente costituita la società per azioni deve essere ora dotata di un capitale iniziale non inferiore a cinquantamila euro, in luogo dei centoventimila precedentemente necessari, ferma restando la possibilità di prevedere un capitale nominale più elevato.

Scopo della nuova norma è quello di ridurre i costi iniziali per la costituzione della società per azioni, al fine di favorire l'esercizio dell'attività d'impresa attraverso un tipo di società che presenta le caratteristiche più idonee a favorire l'accesso al mercato dei capitali di rischio e di debito⁵. Il diverso tipo della società a responsabilità limitata

³ Per il commento si veda la Circolare n. 10/2014 ASSONIME.

⁴ V. articolo 20, comma 7, del decreto legge n. 91/2014.

⁵ In tal senso v. Relazione illustrativa al decreto. Occorre, peraltro, segnalare come il tema del rapporto tra il costo delle regole sul capitale e il beneficio derivante dalla loro applicazione sia stato, in realtà, oggetto di un dibattito risalente nel tempo, rivalizzatosi in ambito europeo in occasione del processo di revisione della Seconda direttiva societaria e in occasione dell'introduzione nei singoli ordinamenti di forme di società a responsabilità limitata a capitale simbolico. Sul tema si vedano, in particolare tra gli altri, i contributi di G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Rivista delle società*, 1970, 33 e ss.; ID., *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, ID., *Società a responsabilità limitata senza capitale sociale e imprenditore individuale con "capitale destinato" (Capitale sociale quo vadis?)*, in *Rivista delle Società*, 2010, 1249; M.S. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. Dir., Aggiornamento IV*, Milano, 2000; s. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nelle s.p.a.*, in *Rivista delle società*, 1991, 125 e ss.; G. TANTINI, *Capitale e patrimonio nelle società per azioni*, Padova, 1980; L. ENRIQUES-J. MACEY, *Raccolta di capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Rivista delle società*, 2002, 78 e ss.; F. DENOZZA, *A che serve il capitale?* (Piccole glosse a I. Enriques e J. Macey, *Creditors versus*

presenta caratteristiche strutturali⁶ che ne limitano la possibile apertura al mercato dei capitali e ne vincolano le possibilità di finanziamento principalmente al canale bancario. Ciononostante, la s.r.l. continua a costituire la forma giuridica più utilizzata nel nostro ordinamento⁷. Secondo la Relazione illustrativa al decreto, tra le ragioni di tale preferenza vi è in particolare il basso livello di capitalizzazione necessario per la sua costituzione, fissato nell'ammontare di 10.000 € dalla riforma del 2003 e ulteriormente ridotto alla cifra simbolica di un euro dalle recenti modifiche che hanno interessato le s.r.l.⁸. In tale prospettiva, la riduzione dell'ammontare minimo dell'investimento iniziale dei soci da 120.000 a 50.000 euro per la costituzione della s.p.a. rappresenta, dunque,

capital formation: the case against the european legal capital rules, in *Giur. Comm.* 2002, 585 e ss.

⁶ Tra cui, in particolare, l'impossibilità di incorporare la partecipazione sociale in un titolo azionario nonché quella di farne oggetto di sollecitazione al pubblico di prodotti finanziari sancita dall'articolo 2468 del codice civile. Un'eccezione a tale ultimo divieto è stata, tuttavia, recentemente introdotta per le s.r.l. che assumono la qualifica di "start up innovative" proprio con lo scopo di rimuovere quei vincoli non giustificati nella ricerca di capitale di rischio e di promuovere nuovi canali di finanziamento per quelle imprese, in possesso di particolari requisiti, che svolgono attività dal carattere altamente tecnologico. Per un esame completo della disciplina delle start up innovative si rinvia a ASSONIME, *L'impresa start up innovativa*, Circ. n. 11 del 6 maggio 2013.

⁷ Secondo i dati basati sulle macroestrazioni societarie effettuate dal Registro Imprese dall'Osservatorio della Camera di Commercio di Milano con la collaborazione di Infocamere, al 31 dicembre 2013 il numero delle s.r.l. in Italia era pari a 1.391.208, mentre le s.p.a. ammontavano a 46.280. Dati disponibili sul sito: <http://www.mi.camcom.it/web/guest/database-societario>.

⁸ Si deve ricordare come all'esito di un travagliato iter normativo è stata introdotta anche nel nostro ordinamento, sulla scorta delle analoghe esperienze estere, la possibilità di costituire forme di società a responsabilità limitata con capitale meramente simbolico, rappresentato anche da un solo euro. Scopo di tale innovazione è quello di favorire l'iniziativa imprenditoriale consentendo di accedere all'attività d'impresa nella forma evoluta delle società di capitali anche a chi sia sprovvisto dei mezzi finanziari necessari a tal fine, nel presupposto che la disciplina del capitale sociale propria delle società a rischio limitato abbia sino ad oggi rappresentato un ostacolo all'accesso sul mercato di nuove imprese suscettibili di produrre ricchezza. Con tale finalità, dapprima, il decreto legge 24 gennaio 2012, n. 1 e il decreto legge 22 giugno 2012, n. 83, con le rispettive leggi di conversione, hanno introdotto due varianti distinte di s.r.l.: l'una per i giovani di età inferiore ai trentacinque anni di età (la s.r.l. semplificata), l'altra per le persone fisiche ultratrentacinquenni (la s.r.l. a capitale ridotto), entrambe caratterizzate dalla sostanziale assenza di un capitale minimo obbligatorio (potendo essere costituite anche con un solo euro) e solo la prima caratterizzata da ulteriori agevolazioni destinate ad esaurirsi in fase di costituzione. Successivamente, anche in ragione delle questioni interpretative derivanti dal coordinamento di due modelli societari qualificati dalla segregazione per fasce di età, il decreto legge 28 giugno 2013, n. 76 ha abrogato la s.r.l. a capitale ridotto ed eliminato il requisito dell'età anagrafica per la s.r.l. semplificata. In sede di conversione in legge di tale decreto è stata, infine, modificata la disciplina della s.r.l. ordinaria nel senso di consentirne la costituzione con un capitale sociale anche inferiore alla soglia minima di 10.000 euro per essa prevista, purché pari almeno ad un euro. Per un esame del processo evolutivo delle nuove forme di s.r.l. e della progressiva svalutazione anche in ambito europeo del ruolo del capitale sociale, si rinvia alla Circolare 29/2012 ASSONIME, *La società a responsabilità limitata con capitale ridotto*; O.CAGNASSO, *Note in tema di start up innovativa, riduzione del capitale e stato di crisi (dalla "nuova" alla "nuovissima" s.r.l.)*, in *NDS*, 5, 2014; G.MARASA', *Considerazioni sulle nuove s.r.l. semplificate, s.r.l. ordinarie e start up innovative prima e dopo la*

il frutto di una chiara scelta di politica economica volta a ridurre lo scalino normativo esistente tra i diversi tipi sociali⁹, in modo da rendere più appetibile la scelta della forma giuridica della s.p.a. e da incentivare il ricorso al mercato dei capitali di rischio, diversificando in tal modo le forme di approvvigionamento finanziario in un momento di forte contrazione del credito bancario, conseguente al grave stato di crisi che interessa il Paese.

Sotto un diverso profilo, la nuova norma consente di allineare il livello minimo di capitalizzazione delle s.p.a. italiane a quello previsto dalle legislazioni dei principali Stati membri dell'Unione europea¹⁰, favorendo – in un ottica di concorrenza tra ordinamenti – l'attrazione di capitali stranieri per la costituzione di nuove imprese.

Gli effetti della riduzione dell'ammontare del capitale minimo

Se l'effetto diretto della modifica alla regola del capitale minimo è quello della riduzione del costo iniziale per la costituzione della s.p.a., indirettamente tale modifica incide

l. n. 99/2013 di conversione del d.l. n. 76/2013, in Le Società, 10, 2013.

⁹ Tale scelta, peraltro, appare diametralmente opposta a quella seguita dalla legge 16 dicembre 1977, n. 904 – con la quale sono stati adeguati i minimi di capitale originariamente previsti per la s.r.l. e la s.p.a. dal codice civile del 1942 – e successivamente confermata dai principi ispiratori della riforma del diritto societario del 2003. Occorre ricordare, infatti, come nel 1977 il capitale sociale della s.p.a. fu innalzato da uno a duecento milioni di lire e quello della s.r.l. da cinquantamila a venti milioni, al fine di escludere dall'accesso alla forma della società per azioni la piccola impresa, nel presupposto che la forma azionaria fosse adatta soltanto all'impresa di maggiori dimensioni. In ragione della svalutazione monetaria che aveva interessato gli originari minimi, frequentemente la s.p.a. veniva infatti utilizzata per l'esercizio di imprese molto piccole o anche familiari, determinando una crisi d'identità del diverso tipo s.r.l. Sul punto in particolare v. G. NICCOLINI, *Il capitale minimo*, Milano, 1981, 3, il quale riporta che al 31 dicembre 1973 circa un terzo delle società per azioni esistenti in Italia aveva un capitale sociale inferiore a dieci milioni di lire. Per un esame critico dell'innalzamento dei minimi e della scelta di riservare la società per azioni alla grande impresa v. G. ROSSI, *Il nuovo minimo di capitale e le <<camicie brune>>*, in *Riv. Soc.* 1978, 586. Per effetto dell'introduzione dell'euro nel nostro ordinamento i minimi di capitale della s.p.a. e della s.r.l. furono poi successivamente adeguato dal d.lgs 24 giugno 1998, n. 213 rispettivamente alla cifra di centomila euro e quello della s.r.l. a diecimila euro. In occasione della riforma del diritto societario del 2003, da ultimo, il capitale minimo della s.p.a. fu innalzato da centomila a centoventimila euro, mentre quello della s.r.l. rimase immutato, in attuazione dei principi espressi dalla legge delega 3 ottobre 2001, n. 366 i quali richiedevano espressamente di differenziare in modo significativo la s.p.a. dalla s.r.l.

¹⁰ Al riguardo si deve ricordare come la direttiva 77/91/CEE del 13 dicembre 1976 (cd. Seconda direttiva), nonché la direttiva 2012/30/UE del 25 ottobre 2012 che costituisce refusione della precedente Seconda direttiva, impongano agli Stati membri l'obbligo di fissare un capitale non inferiore a 25.000 € per la costituzione della società per azioni. Prima della modifica in commento, con la cifra dei 120.000 prevista dall'articolo 2327 del codice civile l'Italia rientrava tra i Paesi con il più alto limite di investimento minimo iniziale richiesto ai soci. Tra le legislazioni che richiedono un ammontare più basso si annoverano, invece a titolo esemplificativo, quella francese che prevede per la *société par actions* un limite minimo di capitale di 37.000 €; quella tedesca che fissa per la *Aktiengesellschaft* la soglia dei 50.000 € e quella inglese che in relazione alla *public company* richiede un capitale minimo di 50.000 £.

sulle diverse fasi di vita dell'impresa e sul complesso delle norme che disciplinano l'intero sistema del capitale sociale¹¹.

In primo luogo, la modifica dell'articolo 2327 del c.c. determina, per le società di nuova costituzione, una rimodulazione degli obblighi di formazione del capitale. Alla riduzione dell'importo, limite del capitale minimo corrisponde, infatti, la riduzione dell'ammontare dei versamenti cui sono tenuti i soci al momento della sottoscrizione dell'atto costitutivo, qualora il capitale nominale sia fissato nella misura minima stabilita dalla legge. In tal caso, la percentuale del 25% dei conferimenti in denaro che deve essere depositata presso una banca in sede di costituzione della società corrisponderà non più a 30.000 euro, ma a 12.500 euro. In caso di società unipersonale, pur rimanendo fermo l'obbligo del versamento integrale dei conferimenti, l'ammontare di questi ultimi si riduce da 120.000 a 50.000 euro. Anche per i conferimenti di beni in natura e crediti, il valore minimo che dovrà essere accertato dall'esperto designato dal Tribunale o in base agli altri criteri di stima previsti dalla legge, sarà ridotto alla cifra di 50.000 euro.

Per le società già costituite, invece, la riduzione della cifra del capitale minimo produce effetti su alcune delle regole poste a tutela della conservazione del capitale sociale. In particolare, la modifica incide sia sulla disciplina della riduzione volontaria del capitale sia su quella relativa alle misure da adottare in caso di perdite rilevanti.

Con riguardo al primo profilo, la nuova norma consente alle s.p.a. attualmente dotate di un capitale pari o superiore a 120.000 euro di ridurlo in via volontaria sino alla soglia dei 50.000 euro distribuendo l'eccedenza ai soci o liberando questi ultimi dagli obblighi di versamento ancora dovuti. Tale operazione dovrà avvenire, tuttavia, nel rispetto delle garanzie previste dall'articolo 2445 c.c. per i creditori sociali, i quali potranno presentare opposizione nel termine di 90 giorni dal giorno dell'iscrizione della delibera nel registro delle imprese. La riduzione non sarà, inoltre, possibile qualora la società abbia ancora in circolazione obbligazioni per un ammontare che all'esito dell'operazione di riduzione risulti superiore al limite del doppio del capitale aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato¹².

¹¹ Composto, oltre che dalla regola sul capitale minimo anche da quelle sulla formazione e sulla conservazione del capitale, ove le prime riguardano le entità conferibili e le formalità che si accompagnano al conferimento; le seconde, invece, concernono la distribuzione degli utili ai soci, le operazioni tra soci e società, la riduzione volontaria del capitale e le misure da adottare in caso di perdite gravi.

¹² Salvo il caso in cui le obbligazioni emesse non siano garantite da ipoteca, o siano destinate ad essere quotate in mercati regolamentati, o in sistemi multilaterali di negoziazione ovvero si tratti di obbligazioni che danno il diritto di acquisire o sottoscrivere azioni.

Ulteriori conseguenze si manifestano in ordine agli obblighi di riduzione del capitale in presenza di perdite¹³. Secondo il sistema delineato dagli articoli 2446 e 2447 c.c., se la società incorre in perdite che abbiano ridotto il capitale di oltre un terzo, gli amministratori devono convocare senza indugio l'assemblea per determinare la riduzione del capitale o il rinvio a nuovo delle perdite, che devono essere colmate entro l'esercizio successivo. Qualora la perdita abbia ridotto il capitale al di sotto del minimo legale l'assemblea deve, invece, deliberare la riduzione del capitale e il contestuale aumento al di sopra del minimo legale o in alternativa la trasformazione della società. Mentre nel primo caso l'abbassamento della soglia del capitale minimo non determina alcun effetto di rilievo sull'operatività della norma, essendo il valore della perdita commisurato all'ammontare del capitale indicato nello statuto, nel secondo assume invece un'efficacia rilevante, poiché le misure da adottare sono correlate ad una perdita che riduca il capitale della società sotto il minimo legale. Con la riduzione del capitale minimo legale a 50.000 euro, il meccanismo delineato dall'articolo 2447 c.c. opera solo quando la perdita riduca il capitale sotto detta soglia, anche per le società già costituite nel previgente regime con un capitale pari o superiore a 120.000 euro. In sintesi qualora si verificasse una perdita di oltre un terzo che riducesse il capitale al di sotto dei 120.000 €, e cioè al di sotto della soglia minima prevista dalla versione previgente dell'articolo 2327 c.c., i soci continuerebbero ad essere obbligati a deliberare la riduzione nella misura corrispondente, ma non necessariamente dovrebbero deliberare anche il contestuale aumento se – nonostante la perdita – l'ammontare residuo del capitale rimanesse comunque superiore all'attuale soglia minima di 50.000 euro.

Ne consegue, pertanto, che l'abbassamento del capitale minimo, oltre a ridurre i costi per la costituzione di nuove società per azioni, consente a quelle già esistenti di superare eventuali situazioni di crisi che si manifestano con perdite rilevanti, senza che sia necessario procedere a onerose ricapitalizzazioni e senza dover abbandonare il tipo sociale prescelto per l'esercizio dell'attività d'impresa.

¹³La soglia del capitale minimo, oltre a fissare un limite all'autonomia privata dei soci nella scelta dell'investimento iniziale costituisce, infatti, il presupposto logico per l'applicazione di tali regole.

2. I controlli obbligatori nella s.r.l.

Strettamente connessa alla riduzione dell'ammontare del capitale minimo necessario per la costituzione della s.p.a. è la modifica alla disciplina dei controlli nella società a responsabilità limitata prevista dall'articolo 2477 c.c.¹⁴.

Tale disposizione articola il sistema dei controlli in un regime facoltativo e in un regime obbligatorio. La nomina di un organo di controllo o di un revisore legale dei conti è obbligatoria al ricorrere di una serie di presupposti tra loro alternativi e cioè quando: i) il capitale sociale della s.r.l. non è inferiore a quello minimo stabilito per le società per azioni; ii) la società è tenuta all'obbligo di redazione del bilancio consolidato; iii) è controllante di una società obbligata alla revisione legale dei conti; oppure iv) supera per due esercizi consecutivi i limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata¹⁵.

Il decreto legge n. 91/2014 riformula l'articolo 2477 c.c. eliminando dal novero delle cause di nomina obbligatoria dell'organo di controllo o del revisore la presenza di un capitale sociale nominale non inferiore a quello minimo stabilito per le società per azioni¹⁶.

Tale misura è stata introdotta con il preciso scopo di evitare che all'abbassamento della soglia del capitale minimo della s.p.a. corrispondesse un'estensione dell'ambito di applicazione dell'obbligo di attivare le funzioni di controllo nelle s.r.l., con il conseguente aggravio di costi per quelle società che da tale obbligo risultavano precedentemente escluse.

¹⁴ La materia dei controlli nella s.r.l. è stata oggetto negli ultimi anni di numerosi interventi normativi, volti principalmente alla semplificazione e alla riduzione dei costi per le pmi. In questa direzione si ricordano in particolare l'introduzione della possibilità di nominare un sindaco unico in alternativa all'organo collegiale, nonché quella di optare tra l'organo di controllo e il revisore. Per un esame sul punto si rinvia alla Circolare 6/2012 ASSONIME, *Il sindaco unico nelle società di capitali e altre novità in materia di società a responsabilità limitata*, n. 6 del 2012 e al Caso Assonime n. 3 del 2012 – Prime applicazioni del nuovo regime dei controlli nella srl. La nuova modifica segue il cammino di semplificazione avviato con tali riforme e persegue i medesimi obiettivi di contenimento degli oneri per le PMI come espressamente indicato nella Relazione illustrativa al decreto.

¹⁵ Si ricorda che in base alla previsione dell'articolo 2435 *bis* c.c. possono redigere il bilancio in forma abbreviata le società che non abbiano emesso titoli negoziati in mercati regolamentati quando nel primo esercizio o, successivamente, per due esercizi consecutivi, non abbiano superato due dei seguenti limiti: 1) totale dell'attivo dello stato patrimoniale: 4.400.000 euro; 2) ricavi delle vendite e delle prestazioni: 8.800.000 euro; 3) dipendenti occupati in media durante l'esercizio: 50 unità.

¹⁶ Tale modifica si riflette anche sulla nomina dell'organo di controllo delle società cooperative in virtù del rinvio che l'articolo 2543 c.c. opera all'articolo 2477 c.c.

Per effetto della modifica in commento la nomina dell'organo di controllo o del revisore viene, dunque, svincolata dal rapporto con in capitale sociale e rimane obbligatoria solo quando la società: i) è tenuta all'obbligo di redazione del bilancio consolidato; ii) è controllante di una società obbligata alla revisione legale dei conti; oppure iii) supera per due esercizi consecutivi i limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata. Rimane ferma, inoltre, la possibilità per l'atto costitutivo della società a responsabilità limitata di prevedere in via facoltativa la nomina di un organo di controllo, anche monocratico, o di un revisore, determinandone competenze e poteri.

La scelta di eliminare il riferimento al capitale sociale dai parametri che determinano l'obbligo di nomina deve essere valutata con favore, non solo per le ragioni di coerenza sistematica sopra indicate, ma anche perché tale parametro, in realtà, non appare significativo al fine di determinare un regime dei controlli obbligatori considerato che non riflette la reale dimensione patrimoniale dell'impresa¹⁷ né l'importanza del progetto imprenditoriale perseguito, cui si riconnettono le esigenze di controllo nella s.r.l.. Tali elementi si ricavano, invece, dagli indicatori quantitativi legati al totale dell'attivo, all'ammontare dei ricavi e al numero dei dipendenti, nonché dagli aspetti qualitativi connessi agli obblighi di redazione del bilancio consolidato e al rapporto di controllo che la s.r.l. assume rispetto ad altra società soggetta a revisione legale, richiamati entrambi dal terzo comma dell'articolo 2477 c.c.

Occorre ora soffermarsi sui riflessi che l'eliminazione dell'obbligo di nomina produce sulle società.

Al riguardo occorre distinguere tra l'ipotesi in cui lo statuto si limiti ad operare un rinvio generico all'articolo 2477, e l'ipotesi in cui esso specifichi che la nomina dell'organo di controllo o del revisore è obbligatoria quando il capitale della s.r.l. non è inferiore a quello minimo previsto dalla legge per le s.p.a. Nel primo caso, la società non è tenuta a nominare (o rinnovare) l'organo di controllo, anche qualora la società abbia un capitale sociale pari o superiore a 50.000 euro. Nel secondo caso, invece, qualora la società abbia un capitale sociale pari o superiore a 50.000 euro, per sottrarsi al vincolo della nomina obbligatoria, essa dovrà modificare lo statuto eliminando la clausola che impone l'attivazione delle funzioni di controllo quando il capitale non è inferiore a quello minimo delle s.p.a.

Occorre, infine, segnalare come in sede di conversione in legge del decreto, con l'aggiunta di un periodo alla norma che dispone l'abrogazione del secondo comma

¹⁷ In tal senso v. G. NICCOLINI, *Il capitale sociale minimo*, cit. 4.

dell'articolo 2477 c.c., sia stato espressamente chiarito che la sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di nomina dell'organo di controllo o del revisore costituisce giusta causa di revoca¹⁸.

Tale disposizione risolve una questione interpretativa risalente nel tempo, che si è riproposta all'indomani dell'entrata in vigore del decreto e che riguarda le sorti dell'organo di controllo in carica al momento del venire meno dell'obbligo di nomina¹⁹.

Mentre, infatti, in caso di revisione legale, la sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione per l'intervenuta carenza dei requisiti previsti dalla legge era stata espressamente prevista come ipotesi di giusta causa di revoca dal decreto ministeriale 28 dicembre 2012, n. 261, con il quale sono stati disposti i casi e le modalità di revoca, dimissioni e risoluzione consensuale dell'incarico²⁰, nulla di analogo era previsto in relazione all'organo di controllo delle s.r.l.

Nel silenzio della legge, parte della dottrina aveva ritenuto che al venir meno di uno dei presupposti indicati dall'articolo 2477 c.c. avrebbe operato una causa di decadenza "*ipso iure*" dell'organo, con la conseguenza che la decisione dei soci di sopprimere quest'ultimo avrebbe avuto una funzione meramente dichiarativa e per la quale non vi sarebbe stata nessuna necessità di controllo da parte dell'autorità giudiziaria, come previsto diversamente in caso di revoca dall'articolo 2400 del codice civile²¹. Secondo altri, invece, essendo le cause di decadenza tassativamente individuate dall'articolo 2399 c.c. e non rilevandosi alcun comportamento inadempiente dell'organo che potesse giustificare la revoca, lo stesso sarebbe dovuto rimanere in carica sino alla naturale scadenza del mandato²².

¹⁸ V. articolo 20 comma 8, secondo periodo, del decreto legge n. 91/2014.

¹⁹ Tale questione si era posta, infatti, già quando con il d.lgs. 9 aprile 1991, n. 127 furono introdotti i limiti dimensionali al di sopra dei quali doveva ritenersi obbligatoria l'istituzione del collegio sindacale, successivamente confermati dalla riforma del 2003, e legati all'ammontare del capitale sociale della s.r.l. e al fatto di aver superato per due esercizi consecutivi due dei limiti previsti per la redazione del bilancio in forma abbreviata. Il problema, si poneva e si pone tutt'ora in ragione del fatto che tali criteri sono ancorati a parametri che possono mutare nel tempo. In particolare la dottrina si era interrogata su cosa accadesse quando dopo aver nominato l'organo di controllo, si ritrovasse nel corso del secondo esercizio successivo al di sotto delle soglie che le avrebbero permesso la redazione del bilancio semplificato. Per un esame della questione si rinvia a G. CAVALLI, *Il controllo legale dei conti nelle società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, 2003, 713/l.

²⁰ Per un esame del regolamento si rinvia alla Circolare 19/2013 ASSONIME, *Il Regolamento su revoca, dimissioni e risoluzione consensuale dell'incarico di revisione legale*.

²¹ In tal senso v., tra gli altri, G. CAVALLI, *Il controllo legale dei conti nelle società a responsabilità limitata*, in *Giur. Comm.*, 2003, 714.

²² Una soluzione analoga era stata, peraltro, offerta dallo stesso legislatore a seguito dell'introduzione della possibilità di nominare un sindaco unico o in alternativa un revisore legale dei conti. In tal caso il

La nuova norma risolve definitivamente la questione equiparando la disciplina dell'organo di controllo a quella del revisore e quindi affermando che la sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di nomina dell'organo di controllo costituisce giusta causa di revoca. Tuttavia, mentre in caso di revoca del revisore la deliberazione dell'assemblea avrà efficacia immediata²³, in caso di revoca del sindaco unico o dell'organo collegiale, sarà necessario seguire la procedura prevista dall'articolo 2400 del codice civile che subordina l'efficacia della relativa delibera all'approvazione del Tribunale²⁴. In tal caso quest'ultimo si limiterà ad accertare il venir meno del presupposto che fa sorgere l'obbligo di nomina.

Anche in questo caso, l'assemblea può revocare l'organo di controllo solo se lo statuto si limiti ad operare un rinvio generico all'articolo 2477 c.c. Nel caso in cui invece lo statuto specifichi che la nomina dell'organo di controllo o del revisore è obbligatoria quando il capitale della s.r.l. non è inferiore a quello minimo previsto dalla legge per le s.p.a., appare necessario una modifica dello statuto.

Occorre infine osservare come, nonostante la nuova disposizione sia stata introdotta in relazione al venir meno dell'obbligo di nomina connesso all'ammontare del capitale

decreto legge n. 212/2011, convertito con la legge 17 febbraio 2012, n. 10 stabili, infatti, che qualora la società avesse optato per il sindaco unico o per il revisore legale, i collegi nominati alla data del 31 dicembre 2011 sarebbero rimasti in carica fino alla scadenza naturale del mandato.

²³ Si ricorda, infatti, come l'articolo 13 del d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39, si limita ad attribuire all'assemblea la facoltà di revocare l'incarico di revisione in presenza di una giusta causa, sentito l'organo di controllo, senza richiedere il decreto di approvazione del Tribunale come condizione di efficacia della delibera. Tale condizione era, invece, espressamente prevista dall'articolo 2409 *quater* del codice civile, abrogato per effetto dell'entrata in vigore del decreto 39/2010.

²⁴ In questo senso si è recentemente espresso con la nota n. 4865 del 13 gennaio 2015 il Ministero della Giustizia, il quale era stato investito della questione dal Ministero dello Sviluppo Economico (con nota n. 185970 del 22 ottobre 2014). In particolare, sul punto della necessità o meno dell'intervento dell'autorità giudiziaria sulla delibera di revoca, il Ministero osserva che il venir meno del presupposto in base al quale era avvenuta la nomina del collegio sindacale non è sufficiente a produrne la decadenza di diritto in assenza di un'esplicita previsione in tal senso. Pertanto, non essendo il decreto intervenuto sul secondo comma dell'articolo 2400 del codice civile per eliminare l'obbligo dell'approvazione della delibera da parte del Tribunale, permane la necessità di un controllo giurisdizionale volto a verificare l'esistenza della giusta causa di revoca. In senso contrario si era, invece, precedentemente espresso il Consiglio Nazionale del Notariato nello Studio di Impresa n. 1129-2014/I, *Questioni interpretative in ordine alla "conseguente revocabilità per giusta causa" degli organi (sindaco unico, revisore unico, collegi sindacali) in carica*, 9 gennaio 2015. Lo studio, in particolare sottolinea che la decisione dei soci sarebbe sufficiente ai fini della revoca essendo quest'ultima connessa ad un fatto storico sopravvenuto indipendente dalla volontà dei soci di maggioranza, con la conseguenza che non sussistono in tal caso le esigenze di tutela dell'indipendenza dell'organo sottese alla previsione del secondo comma dell'articolo 2400 nella parte in cui richiede l'approvazione della delibera da parte del Tribunale.

sociale²⁵, si potrebbe ritenere che essa affermi un principio generale applicabile a tutte le ipotesi di cessazione per sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di nomina. Tale interpretazione sembra confermata, oltre che dalla formulazione generica della disposizione stessa, anche da ragioni di ordine sistematico. Il problema delle sorti dell'organo di controllo in caso di cessazione dell'obbligo di nomina si pone, infatti, negli stessi termini in relazione a ciascuna delle ipotesi delineate dall'articolo 2477 c.c., essendo queste ultime tutte legate a parametri mobili, suscettibili di modificazioni nel tempo. Non sarebbe ragionevole, dunque, ammettere la revoca solo in ragione dell'abrogazione del vincolo connesso al capitale sociale e non anche per il superamento degli altri criteri previsti dalla legge. Un'ulteriore argomento di ordine sistematico che depone in tal senso si rinviene, inoltre, nella disciplina della revoca del revisore. Il decreto ministeriale 261/2012 individua, tra le altre, quale giusta causa di revoca "la sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di revisione legale per l'intervenuta carenza dei requisiti previsti dalla legge". Se si ritenesse che la nuova norma relativa al collegio sindacale operasse solo per una fase transitoria legata all'eliminazione dell'ammontare del capitale sociale come presupposto della nomina, ne deriverebbe un sistema per cui il revisore – che può essere nominato anche in alternativa all'organo di controllo – potrebbe sempre essere revocato anche in caso di superamento degli altri parametri indicati dal terzo comma dell'articolo 2477 c.c., diversamente l'organo di controllo dovrebbe rimanere in carica²⁶. Alla luce di tali considerazioni appare, dunque, ragionevole ritenere che la nuova previsione abbia valenza generale e sia da riferire al venir meno di qualsiasi condizione richiesta dalla legge per la nomina, analogamente a quanto previsto dalla disciplina della revoca del revisore²⁷.

²⁵ Il comma 8 dell'articolo 20 del decreto, dopo aver previsto l'abrogazione del secondo comma dell'articolo 2477 del codice civile, stabilisce, infatti, che "conseguentemente" la sopravvenuta insussistenza dell'obbligo di nomina dell'organo di controllo o del revisore costituisce giusta causa di revoca.

²⁶ Salvo che si aderisca alla tesi della decadenza di diritto sopra riportata.

²⁷ In senso contrario si è espresso il Consiglio Nazionale del Notariato nello studio n. 1129-2014/I, cit., il quale ha osservato che non essendo la nuova norma inserita nel codice civile, essa non concorre a integrare il regime ordinario di revoca dell'organo di controllo e, dunque, non introduce una regola generale applicabile ogni qualvolta viene meno uno qualsiasi dei fatti che ha costituito il presupposto dell'obbligo di nomina ai sensi dell'articolo 2477 c.c.

3. La procedura di stima semplificata dei beni in natura in caso di acquisto da promotori, fondatori, soci e amministratori e in caso di trasformazione progressiva

Il decreto legge n. 91/2014 modifica anche la disciplina del codice civile in tema di acquisti da parte della società da promotori, fondatori, soci e amministratori²⁸ e in tema di trasformazione di società di persone in società di capitali²⁹, al fine di consentire l'utilizzazione in tali fattispecie delle procedure semplificate di stima previste in tema di conferimenti in natura dall'articolo 2343-*ter* c.c.

Il regime dei conferimenti in natura nelle società per azioni è stato modificato recentemente al fine di semplificare il procedimento di valutazione quando esista un parametro di riferimento chiaro³⁰. In base all'articolo 2343-*ter* c.c., al criterio ordinario di valutazione dei conferimenti in natura (costituito dalla relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale), si affiancano ora tre criteri di valutazione che possono essere utilizzati in via alternativa. Il primo criterio è basato sul prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati valori mobiliari o strumenti del mercato monetario. Il secondo è costituito dal *fair value* dei beni risultanti dal bilancio d'esercizio. Il terzo è costituito dal valore espresso da una perizia non giurata proveniente da esperto indipendente, dotato di adeguata professionalità, che sia riferita ad una data di non oltre sei mesi.

Già al momento in cui tale nuovo regime era stato adottato era sorto il problema se esso potesse trovare applicazione anche a fattispecie diverse da quelle dei conferimenti³¹. Come detto, il decreto legge n. 91/2014 si muove nel senso di espandere l'ambito di applicazione dei criteri di stima semplificati almeno nelle fattispecie degli acquisti da parte della società di beni in natura appartenenti a particolari soggetti e nella trasformazione progressiva.

L'acquisto da parte della società, nei due anni dalla sua iscrizione nel Registro delle imprese, in misura pari o superiore al 10% del capitale sociale, di beni in natura o

²⁸ Articolo 2343-*bis* c.c..

²⁹ Articolo 2500-*ter* c.c..

³⁰ Cfr. il decreto legislativo 4 agosto 2008, n. 142 e il successivo decreto legislativo 29 novembre 2010, n. 224, commentati entrambi in Circolare 19/2011 ASSONIME, *La nuova disciplina dei conferimenti dei beni in natura e crediti*.

³¹ V. per tutti N. ATLANTE A. RUOTOLO, *La nuova disciplina dei conferimenti in natura nelle società azionarie: possibili applicazioni nell'ambito della fusione e della trasformazione*, in Consiglio Nazionale del Notariato, *Studi e materiali*, 2010, I, 75.

crediti che provengono da promotori, fondatori, soci o amministratori deve seguire una speciale procedura (c.d. acquisti pericolosi). Esso deve essere autorizzato dall'assemblea ordinaria e i beni oggetto di acquisto sono sottoposti a valutazione³². A tal riguardo, la disciplina originaria prevedeva la presentazione da parte dell'alienante di una relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale che contenesse una descrizione dei beni, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti e l'attestazione che il valore del bene non fosse inferiore al corrispettivo dell'acquisto.

Il decreto legge n. 91/2014 modifica questa disciplina prevedendo che l'alienante possa presentare, in alternativa alla relazione giurata dell'esperto nominato dal tribunale, la documentazione prevista dall'articolo 2343-*ter* c.c.³³.

Questo significa che il procedimento di valutazione dei beni da acquistare si può fondare, in alternativa alla relazione giurata, su documenti che attestino il prezzo medio ponderato, nel caso di acquisto di valori mobiliari o strumenti del mercato monetario, oppure sul bilancio d'esercizio che indichi il *fair value* del bene oggetto di acquisto oppure ancora su una relazione di un esperto indipendente. Il valore del bene attestato in base a questi criteri non può chiaramente essere inferiore al corrispettivo dell'acquisto.

In caso di adozione dei criteri semplificati di valutazione, si pone il problema se la documentazione presentata debba contenere anche la descrizione dei beni, il valore a ciascuno di essi attribuito, i criteri di valutazione seguiti e l'attestazione che il valore del bene non è inferiore al corrispettivo dell'acquisto. Il tenore letterale della norma e esigenze di tutela dei soci inducono a dare una risposta positiva. Questo comporta che la documentazione che l'alienante è tenuto a presentare deve includere anche le informazioni appena indicate.

La relazione giurata di stima deve essere depositata presso la sede sociale nei quindici giorni precedenti l'assemblea e i soci possono prenderne visione. Tale obbligo di deposito preventivo non viene espressamente indicato anche in ordine alla documentazione relativa ai criteri semplificati. Ciononostante non si possono aver dubbi sul fatto che analogo obbligo dovrebbe valere anche per i predetti documenti di valutazione alternativa.

³² Articolo 2343-*bis* c.c..

³³ Cfr. nuova versione dell'articolo 2343-*bis* c.c. così come modificato dall'articolo 20, comma 4, del decreto legge n. 91/2014.

Il verbale dell'assemblea con la documentazione prevista dall'articolo 2343-*ter* c.c. devono essere depositati presso il Registro delle imprese, entro trenta giorni dall'autorizzazione.

Il richiamo normativo che consente di utilizzare i criteri semplificati di valutazione previsti in caso di conferimento anche in caso di "acquisti pericolosi" non comprende le norme che prevedono un meccanismo di controllo e revisione del valore per i fatti che incidono sulla valutazione previsto dall'articolo 2343-*quater* c.c. per il caso di conferimento.

Questa impostazione è conforme al regime ordinario di valutazione degli "acquisti pericolosi": anche il valore indicato nella relazione giurata dell'esperto infatti non è soggetto a verifica. Non si può non ricordare però che, in ordine al regime ordinario di valutazione degli "acquisti pericolosi", la dottrina maggioritaria³⁴ si è espressa nel senso che la verifica da parte degli amministratori del valore indicato nella perizia giurata rientri nella diligenza ad essi richiesta per la natura dell'incarico.

Un tale orientamento vale anche con riferimento all'adozione dei criteri alternativi. Ciò comporta che, pur in assenza di specifica indicazione normativa, rientra negli obblighi dell'amministratore verificare che non siano intervenuti fatti nuovi che incidano sulla valutazione del bene o sui requisiti di professionalità e indipendenza dell'esperto ai sensi dell'articolo 2343-*quater* c.c..

Nel disciplinare la trasformazione di società di persone in società di capitali (c.d. trasformazione progressiva), l'articolo 2500-*ter* c.c. si occupa, al secondo comma, della formazione del capitale sociale. In particolare, esso prevedeva che il capitale sociale andasse determinato in base ai valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e dovesse risultare da una relazione giurata di un esperto nominato dal tribunale secondo quanto previsto in tema di conferimento in natura dall'articolo 2343 c.c. ovvero, nel caso di s.r.l., dall'articolo 2465 c.c.

Il decreto legislativo n. 91/2014 modifica il predetto articolo 2500-*ter* al fine di consentire l'utilizzazione delle modalità semplificate di valutazione previste per i conferimenti in natura. In tal senso la nuova disciplina prevede che, nel caso in cui la

³⁴ N. ABRIANI, *I conferimenti*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, IV.1, Padova, 2010, 170; G. COTTINO, *Diritto societario*, Padova, 2006, p. 251; M.S. SPOLIDORO, *Gli acquisti pericolosi*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo-G.B. Portale, I.3, Torino, 2004, 704; A. PISANI MASSAMORMILE, *I conferimenti nelle società per azioni*, in *Il codice civile – Commentario*, diretto da P. Schlesinger, Milano, 1994, 102 e ss..

società di persone si trasformi in una società per azioni, il capitale sociale derivante dalla trasformazione può risultare non solo dalla relazione giurata dell'esperto nominato dal tribunale ma anche dalla documentazione di cui all'articolo 2343-ter c.c.³⁵. Si tratta, come detto, della documentazione che attesta: il prezzo medio ponderato al quale sono stati negoziati su uno o più mercati regolamentati valori mobiliari o strumenti del mercato monetario; il *fair value* dei beni risultanti dal bilancio d'esercizio; il valore espresso da una perizia non giurata proveniente da esperto indipendente, dotato di adeguata professionalità, che sia riferita ad una data di non oltre sei mesi.

Le caratteristiche specifiche dell'operazione di trasformazione progressiva rispetto a quella di conferimento comportano degli ostacoli nell'applicare i criteri semplificati di valutazione.

In primo luogo, poiché la trasformazione riguarda necessariamente l'intero patrimonio sociale e la determinazione del capitale avviene in base alla valutazione del complesso degli elementi attivi e passivi, non sembra applicabile ad essa il criterio del prezzo medio dei valori mobiliari o degli strumenti di mercato monetario.

Non sembra applicabile neppure la valutazione fondata sul *fair value* del bene, poiché non è ipotizzabile che gli elementi dell'attivo e del passivo di una società di persone siano valutati secondo tale principio.

Di fatto, quindi, l'unico criterio semplificato previsto in tema di conferimenti che sia concretamente utilizzabile anche con riferimento alla trasformazione progressiva in società per azioni appare la relazione di stima dell'esperto indipendente che contenga una valutazione a valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo di cui si compone il patrimonio della società riferita ad una data non anteriore a sei mesi dalla delibera di trasformazione. Si ricorda che è possibile utilizzare tanto una perizia predisposta per altri fini quanto una perizia predisposta in via specifica ai fini della trasformazione³⁶.

In caso di utilizzazione dei criteri di valutazione semplificata si prevede che trovino applicazione le indicazioni contenute nel terzo comma dell'articolo 2343-ter c.c.. Questo comporta che la società deve presentare la relazione dell'esperto e la dichiarazione che indichi la sussistenza dei presupposti per applicazione della disciplina. Tale documentazione va allegata alla delibera di trasformazione.

³⁵ Cfr. nuova versione dell'articolo 2500-ter c.c. così come modificato dall'articolo 20, comma 4, del decreto legge n. 91/2014.

³⁶ Cfr. Circolare 19/2011 ASSONIME, *La nuova disciplina dei conferimenti di beni in natura e crediti*, 30.

4. Modifiche alla disciplina del diritto di opzione

Un'altra novità introdotta dal decreto legge n. 91/2014 riguarda la disciplina del diritto di opzione in caso di aumento di capitale a pagamento. L'articolo 20, comma 6, modifica il secondo comma dell'articolo 2441 del codice civile riducendo il periodo di durata minima per l'esercizio del diritto di opzione e prevedendo un regime pubblicitario aggiuntivo.

Secondo la formulazione originaria dell'articolo 2441, secondo comma, l'offerta di opzione doveva essere depositata presso l'Ufficio del Registro delle imprese e contenere l'indicazione di un termine, non inferiore a trenta giorni dalla pubblicazione entro il quale il relativo diritto poteva essere esercitato. Per le società quotate il termine era di quindici giorni³⁷.

Con lo scopo di consentire alle società non quotate di raccogliere nuovi capitali più rapidamente, soprattutto in caso di aumenti di capitale conseguenti all'erosione del capitale per perdite o in presenza di operazioni di ristrutturazione dell'indebitamento, il termine per l'esercizio del diritto di opzione viene ridotto da trenta a quindici giorni, equiparando in tal modo la disciplina delle società non quotate a quella delle quotate. Per tale ragione viene contestualmente abrogata la previsione dell'articolo 134 del Tuf.

Come contrappeso alla riduzione del termine per l'esercizio del diritto di opzione, il decreto legge n. 91/2014 ha previsto, in aggiunta al deposito dell'offerta presso il Registro delle imprese, l'obbligo di pubblicare contestualmente un avviso concernente l'offerta di opzione sul sito internet della società o, in alternativa, l'obbligo di depositare l'offerta presso la sede sociale. Scopo della norma è quello di assicurare ai soci – a fronte della riduzione del termine – una accessibilità alle informazioni sull'offerta di opzione più rapida rispetto all'accesso al Registro delle imprese.

L'utilizzo del sito web come forma di pubblicità dell'offerta di opzione presenta, tuttavia, alcune criticità connesse allo strumento. In primo luogo si pone il problema di risalire a una pagina web che sia effettivamente una fonte qualificata di informazione riconducibile alla società. In secondo luogo, la pagina web dove è pubblicato il progetto costituisce, in assenza di particolari accorgimenti, un semplice documento informatico il cui contenuto può essere modificato nel tempo e rispetto al quale non si ha certezza del momento in cui è pubblicato. Per tali ragioni la nuova norma prevede che nel caso

³⁷ Articolo 134 del Tuf.

in cui la società opti per questa forma di pubblicità essa dovrà seguire “modalità tali da garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione”, senza però indicare in concreto come tali requisiti possano essere soddisfatti.

Al riguardo si deve osservare che un'analogha questione si era posta a seguito delle modifiche alla disciplina del procedimento di fusione e scissione previste dal decreto legislativo 22 giugno 2012, n. 123, in attuazione della direttiva comunitaria 2009/109/CE. Il decreto, in particolare, modificando l'articolo 2501-*ter* c.c., ha introdotto la possibilità di pubblicare il progetto di fusione sul sito internet della società “con modalità tali da garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione”, in alternativa al deposito presso il registro delle imprese. Data l'identità nella formulazione delle norme appare, dunque, possibile riprendere in tale sede le soluzioni interpretative fornite dalla dottrina all'indomani dell'entrata in vigore della nuova disciplina delle operazioni di fusione e scissione³⁸.

In particolare in tale sede si è affermato che per garantire che il sito indicato sia effettivamente riferibile alla società, quest'ultima può inserire tra i dati identificativi comunicati al Registro delle imprese l'indirizzo del sito internet di natura istituzionale attraverso cui i soci e i terzi possono avere conoscenza della pubblicazione di documenti e avvisi. In questo caso l'*home page* del sito dovrà essere organizzato nel senso di contenere un rinvio alla sezione dedicata alla pubblicazione degli atti.

Poiché vi potrebbero essere forme di alterazione nelle comunicazioni internet a livello di server (in cui quindi pur digitando l'indirizzo esatto ci si ritrova su una pagine diversa), in via del tutto prudenziale al fine di garantire un alto grado di sicurezza nella connessione al sito la società, si potrebbe ipotizzare anche di strutturare l'accesso al sito con protocolli crittografici, quali ad esempio il TLS (*Transport Layer Security*) o attraverso l'uso del protocollo *https*, seguendo in tal modo il modello suggerito dalla Agenzia digitale per l'Italia in relazione alla pubblicazione degli atti amministrativi sui siti delle pubbliche amministrazioni.

Per garantire l'autenticità dei documenti sarà necessario affiancare al documento in chiaro, una versione dello stesso che sia sottoscritta con una firma digitale attraverso un certificato riferibile alla società. In questo modo si potrebbe ritenere indirettamente garantita anche la sicurezza del sito. Poiché infatti la firma digitale consente di

³⁸ Per il cui approfondimento si rinvia a ASSONIME, *La pubblicazione del progetto di fusione sul sito internet*, Il Caso n. 7 del 2012.

verificare l'identità del mittente, essa assicura anche la riferibilità alla società della pagina web dove è pubblicato il documento. Il file firmato con firma digitale potrà essere facilmente consultato attraverso un programma preinstallato sul terminale dell'utente oppure usufruendo dei vari servizi online di lettura dei file sottoscritti con firma digitale.

Il profilo che rimane più problematico è quello della certezza della data di pubblicazione. Per le società con azioni quotate, la certezza della data di pubblicazione può considerarsi assicurata dal meccanismo di diffusione, stoccaggio deposito delle informazioni regolamentate cui esse sono tenute ai sensi degli articoli 65-*quinquies* ss. del Regolamento emittenti³⁹.

Maggiori problemi si hanno per assicurare la certezza della data di pubblicazione in caso di società non quotate. La dottrina al riguardo indica la strada di far eseguire una copia autentica della pagina web al notaio. Data l'onerosità di tale soluzione, potrebbe in alternativa prospettarsi la possibilità che l'attività di accertamento dell'avvenuta pubblicazione sia affidata al collegio sindacale che la attesta in un documento formale di cui si assume la responsabilità nei confronti dei soci e dei terzi.

5. La procedura semplificata d'iscrizione degli atti al Registro delle imprese

Un'ulteriore misura di semplificazione introdotta in sede di conversione del decreto legge n. 91/2014 è quella che riguarda il procedimento di iscrizione degli atti al registro delle imprese disciplinato dall'articolo 2189 c.c. e dalle relative disposizioni di attuazione contenute nel d.p.r. 581/1995.

Secondo quanto previsto da tali disposizioni l'ufficio del Registro delle imprese deve procedere all'iscrizione degli atti ad essa soggetti entro cinque giorni dalla data di protocollazione della domanda, dopo aver accertato l'autenticità della sottoscrizione e il concorso delle condizioni richieste dalla legge per l'iscrizione stessa.

L'articolo 20, comma 7-*bis* del decreto legge n. 91/2014, con il dichiarato intento di facilitare e di accelerare ulteriormente le procedure finalizzate all'avvio delle attività economiche nonché le procedure di iscrizione nel registro delle imprese, introduce una deroga a tale procedura prevedendo che, a partire dal 1 settembre 2014, quando

³⁹ Si tratta del Regolamento Consob n. 11971.

l'iscrizione è richiesta sulla base di un atto pubblico o di una scrittura privata autenticata, il conservatore del registro deve procedere immediatamente all'iscrizione dell'atto. La norma prevede, inoltre, che l'accertamento delle condizioni richieste dalla legge per l'iscrizione rientra nella esclusiva responsabilità del pubblico ufficiale che ha ricevuto l'atto; che resta ferma la cancellazione d'ufficio ai sensi dell'articolo 2191 c.c.; e che la deroga non si applica al procedimento di iscrizione degli atti relativi alle società per azioni.

Successivamente all'entrata in vigore di tale disposizione, il Ministero dello Sviluppo Economico è intervenuto con la circolare n. 3673/C del 19 settembre 2014⁴⁰ per risolvere i principali dubbi interpretativi sollevati dalla nuova procedura. In particolare la circolare, dopo aver individuato nella finalità indicata dalla stessa norma il criterio ermeneutico da seguire per la soluzione delle principali questioni da essa poste, offre alcune importanti indicazioni su: i) l'ambito di applicazione della procedura; ii) il significato dell'espressione "iscrizione immediata" e il contenuto dei controlli cui sono tenuti il notaio e il conservatore; iii) il coordinamento tra la disciplina prevista dall'articolo 20, comma 7 bis del decreto e quella della sospensione della procedura di iscrizione in caso di inosservanza dell'obbligo di comunicazione della PEC.

i) L'ambito di applicazione della procedura di iscrizione immediata

La circolare ministeriale, in primo luogo, chiarisce che la previsione dell'articolo 20, comma 7-bis, si applica alle procedure che riguardano l'avvio di tutte le attività, ed in generale tutte le procedure di iscrizione al Registro delle imprese che siano basate su atti pubblici o scritture private autentiche, a prescindere dalla forma giuridica del soggetto titolare dell'impresa, con la sola esclusione delle società per azioni. Ne consegue, pertanto, che sono soggetti ad iscrizione immediata gli atti costitutivi e modificativi delle società di persone, delle società cooperative e delle società di capitali, fatta eccezione per quelli relativi alle s.p.a. per le quali continua a trovare applicazione la procedura ordinaria con il termine di iscrizione di cinque giorni dalla data della protocollazione della domanda.

Nell'ambito della categoria degli atti pubblici e delle scritture private autentiche che devono essere soggetti ad iscrizione immediata la circolare ricomprende, oltre agli atti notarili, anche tutti gli altri atti provenienti da un'autorità pubblica, quali ad esempio le

⁴⁰Reperibile presso l'indirizzo elettronico http://www.sviluppoeconomico.gov.it/images/stories/normativa/Circolare_art_%2020_comma%207bis_DL_91_del_2014.pdf.

sentenze. Sono, invece, espressamente esclusi da tale categoria gli atti provenienti da professionisti diversi. Tra questi rientrano, in particolare, gli atti di cessione di quote di s.r.l. sottoscritti dalle parti con firma digitale e trasmessi al Registro delle imprese da un intermediario abilitato⁴¹.

ii) L'“iscrizione immediata” e il contenuto dei controlli del notaio e del conservatore

La seconda questione posta dalla nuova norma è quella relativa al significato e agli effetti dell'“iscrizione immediata dell'atto”. La circolare ministeriale osserva che con l'utilizzo di tale espressione il decreto ha voluto imporre all'ufficio del registro l'obbligo di iscrivere l'atto senza dare corso ai controlli concernenti “le condizioni richieste dalla legge per l'iscrizione”, che nella procedura ordinaria devono essere svolti entro cinque giorni dalla protocollazione della domanda.

Al riguardo si deve ricordare come in base a tale procedura prima di procedere all'iscrizione e nel termine su indicato, l'ufficio deve accertare: i) l'autenticità della sottoscrizione; ii) la competenza territoriale della camera; iii) la regolarità della compilazione del modello di domanda; iv) la corrispondenza dell'atto o del fatto del quale si richiede l'iscrizione a quello previsto dalla legge; v) l'allegazione dei documenti dei quali la legge prescrive la presentazione; vi) il concorso delle altre condizioni richieste dalla legge. In caso di esito negativo di tali controlli l'ufficio deve sospendere l'iscrizione e assegnare un congruo termine all'interessato affinché possa completare o rettificare la domanda, nonché per integrare la relativa documentazione. Decorso inutilmente il termine, l'iscrizione deve essere rifiuta con provvedimento motivato.

Secondo il Ministero in base alla nuova disposizione, l'ordinaria attività di controllo cui è tenuto l'ufficio al momento dell'iscrizione, volta ad accertare la legalità formale dell'atto, deve essere ora limitata alla verifica dei soli requisiti di ricevibilità dell'atto stesso, quali ad esempio, la competenza territoriale della Camera e l'autenticità della sottoscrizione della domanda⁴². Tutti gli elementi dell'atto sono invece da ricondurre all'attività del pubblico ufficiale che lo ha redatto, essendo espressamente rimesso dalla norma in esame alla sua esclusiva responsabilità l'accertamento delle condizioni richieste dalla legge per l'iscrizione. Con tale previsione il decreto ha voluto attribuire al pubblico ufficiale un ruolo più incisivo nella procedura di iscrizione dell'atto cui

⁴¹ Ai sensi dell'articolo 36, comma 1-*bis* della legge 6 agosto 2008, n. 133.

⁴² La stessa circolare rinvia, tuttavia, a un successivo approfondimento da eseguire alla luce delle problematiche che emergeranno in sede di applicazione della nuova procedura presso le Camere di Commercio, circa gli eventuali ulteriori controlli non attinenti alle mere condizioni richieste dalla legge per l'iscrizione, da conservare in capo all'ufficio.

corrispondono specifiche responsabilità. Nel caso in cui l'iscrizione sia avvenuta illegittimamente quest'ultimo potrà, infatti, essere sottoposto a segnalazioni all'ordine professionale o essere chiamato a rispondere dei danni conseguenti alla relativa irregolarità.

Al fine di evitare che il perseguimento dello scopo di velocizzazione della procedura possa pregiudicare la funzione di garanzia della correttezza della pubblicità relativa agli atti e ai fatti riguardanti la vita delle imprese attribuita al registro, l'articolo 20, comma 7-bis, del decreto legge n. 91/2014 sancisce che rimane ferma la previsione in base alla quale se l'iscrizione è avvenuta in assenza delle condizioni richieste dalla legge, il giudice del registro, sentito l'interessato, ne ordina la cancellazione. Secondo la circolare ministeriale, il fatto che il decreto abbia ribadito l'applicabilità del rimedio della cancellazione d'ufficio contro le iscrizioni illegittime deve indurre a ritenere che l'ufficio, pur dovendo iscrivere immediatamente l'atto, deve in un secondo momento svolgere tutti quei controlli previsti dalla legge che se effettuati a priori, secondo la procedura ordinaria, avrebbero impedito l'iscrizione stessa, ferma restando l'esclusiva responsabilità del pubblico ufficiale nel senso suindicato⁴³.

Sempre secondo la circolare l'iscrizione immediata dell'atto deve avvenire nel rispetto del principio dell'ordine cronologico dell'esame delle pratiche. Questo comporta che l'iscrizione deve comunque avvenire nel rispetto del turno assegnato alle pratiche di iscrizione al momento della protocollazione.

iii) il rapporto tra la procedura di iscrizione immediata e la disciplina della PEC

Un'ultima questione sollevata dalla nuova norma è se sia possibile applicare la procedura di iscrizione immediata quando, pur sussistendo tutte le condizioni previste dall'articolo 20, comma 7-bis, del decreto legge n. 91/2014 per usufruire della deroga, l'impresa non abbia comunicato l'indirizzo PEC al Registro delle imprese.

Secondo quanto previsto dall'articolo 16, comma 6-bis, del decreto legge 9 febbraio 2012, n. 5⁴⁴ quando un'impresa che non ha ottemperato all'obbligo di comunicazione al registro dell'indirizzo di posta elettronica certificata richiede allo stesso l'iscrizione di un atto, l'ufficio deve sospendere la relativa domanda per tre mesi, in attesa che essa sia

⁴³ Secondo il consiglio nazionale del notariato la nuova procedura di iscrizione riconosce pienamente al notaio una funzione di giustizia preventiva negli atti societari e al giudice del registro rimette una verifica di seconda istanza. In tal senso V. D.BOGGIALI, M.C.CIGNARELLA, A. RUOTOLO, *La circolare MISE sull'iscrizione nel registro delle imprese sulla base di atti pubblici e scritture private autentiche*, disponibile sul sito www.notariato.it nella sezione segnalazioni novità prassi interpretative.

⁴⁴ Convertito con modificazioni dalla legge 4 aprile 2012, n. 35.

integrata con l'indirizzo PEC⁴⁵. Si tratta, dunque, di capire se in caso di mancata comunicazione della PEC il conservatore debba comunque procedere all'iscrizione immediata dell'atto oppure se la procedura di iscrizione debba essere sospesa per il termine indicato.

Al riguardo, la circolare ministeriale osserva che l'obbligo di comunicare l'indirizzo Pec al registro delle imprese è stato introdotto⁴⁶ con lo scopo di semplificare, modernizzare e accelerare i rapporti tra Amministrazione e imprese. Tali scopi risulterebbero frustrati da un'interpretazione che consentisse l'iscrizione immediata dell'atto anche in caso di mancata comunicazione della PEC. Un'interpretazione contraria consentirebbe invece di rafforzare la funzione della PEC proprio in un momento in cui appare essenziale privilegiare e incentivare ogni forma di semplificazione nei rapporti tra imprese e pubblica amministrazione. Pertanto, secondo il Ministero, la procedura accelerata di iscrizione di un atto pubblico o di una scrittura privata autenticata non può avere corso e deve considerarsi, dunque, derogabile, quando l'impresa da cui proviene la domanda non abbia ottemperato all'obbligo di comunicazione dell'indirizzo di posta elettronica certificata.

6. Criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso da società con azioni quotate

Il codice civile disciplina i criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso dalla società distinguendo le società con azioni quotate in mercati regolamentati dalle altre società⁴⁷.

Per le società non quotate, si stabilisce che il valore di liquidazione sia determinato dagli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del revisore, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società, delle sue prospettive reddituali nonché del valore di mercato delle azioni. Allo statuto è inoltre attribuito il potere di stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e

⁴⁵ Analoga sanzione è stata introdotta per le imprese individuali dal d.l. 18 ottobre, 2012, n. 179 convertito con modificazioni dalla legge 17 dicembre 2012, n. 221. Per tali imprese il termine di sospensione è, tuttavia, fissato per un massimo di 45 giorni.

⁴⁶ Dal d.l. 29 novembre 2008, n. 185 convertito con modificazioni dalla legge 28 gennaio 2009, n. 2.

⁴⁷ Articolo 2437-ter c.c. Sul tema v. ASSONIME, *Il diritto di recesso nelle società per azioni*, Circ.n. 68 del 2005.

del passivo del bilancio da rettificare (rispetto al valore contabile), unitamente ai criteri di rettifica, nonché gli altri elementi suscettibili di valutazione economica da prendere in considerazione.

Per le società con azioni quotate si prevedeva, invece, che il valore di liquidazione delle azioni fosse determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura dei 6 mesi precedenti la pubblicazione o la ricezione dell'avviso di convocazione dell'assemblea (la cui delibera legittima il recesso).

La possibilità di quantificare il valore delle azioni nelle società quotate facendo riferimento in modo esclusivo al loro valore di quotazione costituiva un elemento di rigidità nella determinazione del valore di recesso, che poteva determinare effetti indesiderati. In particolare esso non sempre risultava idoneo a definire una corretta e reale determinazione del valore delle azioni, potendo arrivare a costituire un ostacolo a particolari forme di investimento in società quotate⁴⁸.

Al fine di introdurre una maggiore flessibilità, il decreto legge n. 91/2014 ha modificato la citata disciplina relativa ai criteri di liquidazione delle azioni di società quotate sotto due profili: a) viene eliminato il riferimento all'utilizzo esclusivo della media aritmetica dei prezzi di chiusura; b) si consente allo statuto di prevedere che il valore di liquidazione delle azioni possa essere determinato facendo riferimento ai criteri previsti per le società per azioni non quotate.

In assenza di specifiche indicazioni statutarie, il criterio di determinazione del valore delle azioni rimane sempre la media aritmetica dei prezzi di chiusura.

È attribuita però allo statuto la facoltà di prevedere il ricorso agli altri criteri previsti dall'articolo 2437-ter c.c..

⁴⁸ La relazione al disegno di legge di conversione del decreto legge n. 91/2014 fa specifico riferimento a quelle forme di investimento realizzate attraverso le c.d. *Special Purpose Acquisition Companies* (SPACs). Si tratta di "veicoli societari che avviano la propria quotazione per reperire risorse dal mercato da investire in PMI prima ancora di aver concretamente individuato il preciso settore di attività su cui le risorse raccolte saranno investite e che, una volta acquisite le società *target*, sono solite procedere alla fusione per incorporazione" (v. la recente operazione che ha visto coinvolta, in qualità di *target*, la società Fila e, in qualità di SPAC, la società Space). Al momento della fusione gli investitori possono rimanere soci della società risultante dalla fusione della SPACs con la società *target* oppure recedere recuperando la liquidità da loro versata al momento dell'IPO della SPAC. Il riferimento esclusivo, per quanto attiene il valore del recesso, alla media dei prezzi di mercato, qualora questi differiscano dalla liquidità detenuta dalla SPAC, impedisce la "restituzione" esatta ai soci dissenzienti dalla fusione dei loro conferimenti..

Lo statuto può quindi stabilire che il valore di liquidazione delle azioni sia determinato dagli amministratori in base alla consistenza patrimoniale, alle prospettive reddituali e al valore di mercato delle azioni. Si tratta di una competenza che può essere anche oggetto di delega, non rientrando tra le attribuzioni non delegabili dal consiglio di amministrazione ai sensi dell'articolo 2381, comma 4, c.c.

Attraverso tale formula, il legislatore allude a tre metodi di valutazione: quello di natura patrimoniale⁴⁹, quello reddituale e quello dei prezzi di mercato⁵⁰. La selezione dei metodi, la loro combinazione e il loro peso reciproco sono il frutto di una scelta di discrezionalità tecnica degli amministratori al fine di definire un valore "veritiero" della partecipazione e cioè basato su un procedimento razionale e corretto che tenga conto della prassi valutativa⁵¹.

Il procedimento prevede che gli amministratori acquisiscano anche un parere obbligatorio ma non vincolante del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale.

I soci hanno diritto di conoscere la determinazione del valore e i criteri in base ai quali esso è stato raggiunto 15 giorni prima della data dell'assemblea; essi hanno inoltre diritto di prenderne visione e di ottenerne copia a proprie spese.

Allo statuto è anche attribuito il potere di stabilire criteri diversi di determinazione del valore di liquidazione, indicando gli elementi dell'attivo e del passivo del bilancio da

⁴⁹ Secondo una recente giurisprudenza di legittimità, in caso di recesso del socio, ai fini della liquidazione del valore delle azioni, il criterio della "consistenza patrimoniale", richiamato dall'art. 2437-ter, comma 2, c.c., impone che la valutazione del patrimonio sociale debba essere effettuata non a "valore di libro" (ossia, sulla base di meri criteri contabili, essenzialmente basati sul costo storico dello stesso patrimonio), ma deve necessariamente tenere conto dell'attività svolta e della rappresentazione complessiva del capitale di funzionamento dell'impresa: in altre parole, occorre tenere a mente la continuità aziendale ovvero, altrimenti detta, il "*going concern*" (Cass., 15 luglio 2014, n. 16168; conforme Cass., 25 giugno 1998, n. 6298).

⁵⁰ Una recente giurisprudenza (Trib. Roma, 5 marzo 2013, in *Corr. Giur.* 2013, 1396), nel verificare la determinazione del valore equo di una partecipazione da parte dell'esperto nominato dal tribunale ai sensi dell'articolo 2437-ter c.c. ha considerato legittimo il c.d. sconto di minoranza che consiste in un minor valore della partecipazione per la sua natura di minoranza in considerazione dei dati normativi e dei dati di mercato. Il tema è molto discusso e la dottrina maggioritaria sembra orientata in senso negativo. Sul punto V. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. Soc.*, 2005, 407; G. MARASÀ, *Art. 2437-2437-quinquies*, in *Commentario romano delle società*, Padova, 2011, 796, nota 83.

⁵¹ Secondo la sentenza del Tribunale di Roma cit. la legge non fisserebbe alcun "rapporto gerarchico", di fatto «rimettendo al soggetto preposto alla valutazione la scelta delle modalità concrete con le quali debbano ponderarsi tra loro i tre diversi parametri e metodi richiamati (patrimoniale, reddituale e di mercato); ed è evidente che, a tale ultimo fine, rilevano le caratteristiche dell'impresa coinvolta nella valutazione ed, in genere, le specificità del caso concreto».

rettificare (rispetto al valore contabile), i criteri di rettifica, gli eventuali ulteriori elementi suscettibili di valutazione economica da prendere in considerazione.

Sotto questo profilo lo statuto potrebbe determinare in modo più puntuale i metodi di valutazione da utilizzare rispetto al riferimento generico al metodo patrimoniale, reddituale e dei prezzi di mercato.

Si è posto il problema se lo spazio riconosciuto all'autonomia statutaria nel definire criteri diversi sia solo quello di specificare i criteri legali (indicando le poste rettificabili, i criteri di rettifica e gli elementi extracontabili di cui tener conto) oppure se sia consentito anche introdurre criteri diversi di valutazione. Per le società quotate, si dovrebbe propendere per una risposta positiva⁵². L'eventuale definizione di criteri specifici diversi da quelli legali potrebbe valorizzare quegli elementi peculiari che caratterizzano la società, così da rendere più corretto il processo di definizione del valore.

L'applicazione di criteri diversi, inoltre, non può determinare per principio effetti svantaggiosi per i soci recedenti rispetto al criterio ordinario della media dei prezzi di mercato. Non si pone quindi un problema di nullità degli stessi per il fatto di rendere più gravoso l'esercizio del recesso⁵³, come sarebbe in caso di criteri economicamente penalizzanti per i soci rispetto al criterio ordinario.

A tutela dei soci recedenti, infatti, nelle società quotate, il valore che si viene a determinare secondo i criteri indicati nello statuto non può essere inferiore al valore che deriva dalla media aritmetica dei prezzi di chiusura.

In pratica questo comporta che il valore minimo di liquidazione è sempre il valore della media aritmetica dei prezzi di chiusura; valgono i criteri statuari se il valore definito in base ad essi è concretamente più vantaggioso per i soci recedenti.

L'aver mantenuto questo *floor* al valore del recesso rende peraltro la novella inutile rispetto all'obiettivo dichiarato di favorire la diffusione delle SPACs frustrando la possibilità di "garantire" una esatta coincidenza tra valore del recesso e valore della liquidità presente nella SPAC prima della *business combination* con la società Target.

⁵² Nel senso del testo V. M. VENTORUZZO, *I criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, 410; contra G. MARASÀ, *Art. 2437-2437-quinquies*, in *Commentario romano delle società*, Padova, 2011, 797.

⁵³ Per alcuna dottrina il potere di fissare criteri statuari nella determinazione del valore di recesso, per le ipotesi di recesso non derogabile, non può portare a rendere economicamente più gravoso l'esercizio del recesso. Sul punto V. M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. Dir. Comm.* 2005, 400.

7. La nuova definizione delle PMI quotate

Il decreto legge n. 91/2014, convertito con modificazioni dalla legge n. 116 dell'11 agosto 2014, ha introdotto nel Tuf, la definizione di piccole e medie imprese emittenti azioni quotate⁵⁴ (di seguito "PMI") nell'ottica di favorire e semplificare l'accesso al mercato dei capitali di rischio da parte delle piccole e medie imprese. La definizione di PMI, come si vedrà, è funzionale all'applicazione di un regime agevolato in materia di assetti proprietari e di opa.

Nel presente paragrafo si esaminerà quindi la definizione introdotta, si farà una breve rassegna sulla molteplicità di definizioni relative alle PMI nella disciplina comunitaria, si illustreranno le conseguenze dell'applicazione della nuova definizione, nonché, infine, alcune proposte per ridisegnare lo scenario dei mercati finanziari.

La definizione di PMI contenuta nel decreto legge n. 91/2014

Ambito di applicazione soggettivo

Per PMI si intendono, fermo restando quanto previsto da altre disposizioni di legge, le piccole e medie imprese, emittenti azioni quotate, che abbiano, in base al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio, anche anteriore all'ammissione alla negoziazione delle proprie azioni, un fatturato fino a 300 milioni di euro, ovvero una capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro. Non si considerano PMI gli emittenti azioni quotate che abbiano superato i predetti limiti per tre esercizi, ovvero tre anni solari consecutivi (art. 1, comma 1, lett. w-*quater* 1 Tuf).

La nuova definizione è inserita all'art. 20 del decreto legge n. 91/2014 rubricato "misure di semplificazione a favore della quotazione delle imprese e misure contabili"; come si vedrà in prosieguo, infatti, l'introduzione della predetta definizione ha lo scopo di prevedere una disciplina semplificata in materia di assetti proprietari, per incoraggiare l'ingresso di investitori istituzionali, soprattutto esteri, al capitale di queste società⁵⁵ e in materia di opa, al fine di incentivarne la quotazione⁵⁶.

La norma fa riferimento a "emittenti azioni quotate"; l'ambito di applicazione soggettivo della disposizione pone diverse questioni in quanto non esiste nel Tuf una definizione

⁵⁴ Cfr. art. 1, comma 1-w-*quater* 1 Tuf.

⁵⁵ Cfr. relazione del Senato alla conversione in legge, pp. 32 e ss..

⁵⁶ Cfr. Scheda di lettura della Camera dei Deputati, p. 279 e ss..

di “emittenti azioni quotate”, come contenuta all’art. 1, comma 1, lett. *w-quater*. Nel Tuf sono dettate invece altre definizioni, quali quelle di “emittenti quotati” o “emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro d’origine” che stabiliscono l’ambito di applicazione soggettivo di alcune disposizioni ivi contenute⁵⁷.

Si pone il dubbio di verificare se si tratti di emittenti italiani o anche esteri e su quali mercati siano ammesse alla negoziazione le azioni delle PMI che possono beneficiare delle semplificazioni in tema di assetti proprietari e opa previste dal decreto legge. Occorre procedere per analogia, utilizzando le nozioni per le quali si applica tale definizione.

Quanto alla nazionalità delle imprese definite come PMI, in materia di assetti proprietari, la norma generale contenuta all’art. 119 Tuf sull’ambito di applicazione prevede che le disposizioni contenute nel Capo II, Titolo III (e quindi anche quelle sugli assetti proprietari) si applichino alle società italiane con azioni quotate in mercati regolamentati italiani o di altri paesi dell’Unione europea⁵⁸. In materia di opa l’art. 105 comma 1 Tuf limita l’ambito di applicazione alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani, facendo salvo quanto previsto dall’art. 101-ter, commi 4 e 5⁵⁹.

⁵⁷ Per esempio la disciplina in tema di informativa continua contenuta all’art. 114 comma 1 Tuf è applicabile agli emittenti quotati, per tali intendendosi i soggetti italiani o esteri che emettono strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati italiani (art. 1, comma 1, lett. *w*). La disciplina sulle relazioni finanziarie periodiche, contenuta all’art. 154-ter Tuf, è invece applicabile agli emittenti quotati aventi l’Italia come Stato membro di origine. Per tali soggetti si intendono: 1) le emittenti azioni ammesse alla negoziazione in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della Comunità europea, aventi sede in Italia; 2) gli emittenti titoli di debito di valore nominale unitario inferiore ad euro mille, o valore corrispondente in valuta diversa, ammessi alle negoziazioni in mercati regolamentati italiani o di altro Stato membro della Comunità europea, aventi sede in Italia; 3) gli emittenti valori mobiliari di cui ai numeri 1) e 2), aventi sede in uno Stato non appartenente alla Comunità europea, per i quali la prima domanda di ammissione alle negoziazioni in un mercato regolamentato della Comunità europea è stata presentata in Italia o che hanno successivamente scelto l’Italia come Stato membro d’origine quando tale prima domanda di ammissione non è stata effettuata in base a una propria scelta; 4) gli emittenti valori mobiliari diversi da quelli di cui ai numeri 1) e 2), aventi sede in Italia o i cui valori mobiliari sono ammessi alle negoziazioni in un mercato regolamentato italiano, che hanno scelto l’Italia come Stato membro d’origine. L’emittente può scegliere un solo Stato membro come Stato membro d’origine. La scelta resta valida per almeno tre anni, salvo il caso in cui i valori mobiliari dell’emittente non sono più ammessi alla negoziazione in alcun mercato regolamentato della Comunità europea (cfr. art. 1, comma 1, lett. *w-quater*).

⁵⁸ Per un commento sull’ambito soggettivo di applicazione dell’art. 119 Tuf, si vedano A. Toffoletto e A. La Bianca, *commento all’art. 119*, in *Il Testo Unico della Finanza*, commentario a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 1615 e ss..

⁵⁹ Per un commento sull’ambito di applicazione dell’art. 105 Tuf si vedano A. Guaccero e N. Ciocca, *commento all’art. 105 Tuf*, in *Il Testo Unico della Finanza*, commentario a cura di M. Fratini e G. Gasparri, Torino, 2012, 1375 e ss..

Entrambe le disposizioni fanno dunque riferimento alle società italiane; a questo proposito occorre quindi fare riferimento al criterio della nazionalità della persona giuridica, previsto dall'art. 25 della legge 31 maggio 1995, n. 218 sul diritto internazionale privato in virtù del quale le società cui è applicabile il diritto italiano sono: i) le società costituite in Italia; ii) le società costituite all'estero che abbiano collocato in Italia la sede dell'amministrazione; iii) le società costituite all'estero che abbiano collocato in Italia l'oggetto principale; iv) le società che abbiano trasferito dall'estero all'Italia la propria sede statutaria. Restano escluse le società estere ovunque siano quotate (quindi anche se quotate in un mercato italiano) e le società italiane quotate in mercati di altri Paesi non facenti parte dell'Unione europea⁶⁰. In materia di opa l'art. 105 comma 1 limita l'ambito di applicazione alle società italiane con titoli ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati italiani, facendo salvo quanto previsto dall'art. 101-ter, commi 4 e 5. In particolare, il comma 5 di tale disposizione applica alle società con sede legale in Italia e i cui titoli sono ammessi alla negoziazione su mercati regolamentati comunitari la disciplina di diritto societario italiano delle offerte obbligatorie, almeno relativamente alla soglia attivatrice dell'obbligo e delle esenzioni.

Una volta stabilito che le PMI sono società italiane bisogna verificare su quale mercato le azioni debbano essere quotate; sembra plausibile ritenere che tali azioni debbano essere quotate in mercati regolamentati italiani o comunitari; ciò in quanto l'introduzione della definizione di PMI è funzionale all'applicazione della disciplina sugli assetti proprietari e sull'opa che, come abbiamo visto, è applicabile alle società italiane con azioni quotate nei mercati regolamentati italiani o di altri Paesi dell'Unione europea.

Dalla definizione emerge inoltre che rientrano nelle PMI le sole società con azioni quotate e non anche quelle aventi altri strumenti finanziari quotati diversi dalle azioni (per esempio solo obbligazioni). Ciò è coerente con il fatto che l'introduzione della definizione di PMI nel Tuf è volta a prevedere, per queste imprese, semplificazioni in materia di assetti proprietari, la cui disciplina è applicabile solo alle società con azioni quotate (ex art. 119 Tuf) e in tema di opa che si applica, parimenti, alle sole società con azioni quotate (ex art. 105 Tuf). Quanto ai titoli azionari oggetto di quotazione, non disponendo alcunché la norma, pare potersi desumere che non è necessario che siano quotate le azioni ordinarie ben potendo anche essere quotate anche una categoria diversa di azioni (di risparmio o privilegiate).

I parametri dimensionali

⁶⁰ Cfr. A. Toffoletto e A. La Bianca, *commento all'art. 119*, in Il Testo Unico della Finanza, cit..

I parametri dimensionali con cui vengono individuate le PMI con azioni quotate sono due: i) il fatturato fino a 300 milioni di euro ovvero; ii) la capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare inferiore ai 500 milioni di euro. Il parametro del fatturato va considerato alternativo a quello della capitalizzazione in quanto più stabile nel tempo (è soggetto a variazioni rilevabili con frequenza almeno annuale) e conosciuto con assoluta certezza dalle società prima dell'inizio della procedura di ammissione a quotazione. Non si considerano più PMI ai fini dell'applicazione del Tuf le imprese emittenti azioni quotate che abbiano superato entrambi predetti limiti dimensionali per tre esercizi consecutivi⁶¹. Di conseguenza, mentre ai fini dell'inclusione nella definizione di PMI è sufficiente la ricorrenza di uno dei 2 indici dimensionali (fatturato o capitalizzazione), per l'esclusione dalla citata definizione occorre il superamento di entrambi.

Diversi sono i profili critici relativi ai parametri utilizzati nella definizione di PMI; in primo luogo il requisito del fatturato escluderebbe dal perimetro le imprese diverse da quelle industriali. Appare utile fare presente, a tale riguardo, che sebbene solo in un ordine del giorno del Parlamento, in sede di conversione del decreto legge, si chiedeva al Governo di chiarire l'ambito di applicazione delle disposizioni, specificando che occorre considerare che la legge n. 287/1990 in materia di comunicazione delle concentrazioni⁶², per gli istituti bancari e finanziari, considera il fatturato pari al valore di un decimo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale, esclusi i conti d'ordine, e per le compagnie di assicurazione pari al valore dei premi incassati⁶³.

Altro profilo critico riguarda come si effettui il calcolo della capitalizzazione media e a quali prezzi occorra fare riferimento⁶⁴; benché, a rigore, non vi sia nella legge una delega sul punto, sarebbe opportuno, alla luce del fatto che dalla definizione di PMI dipende l'applicazione di semplificazioni in materia di opa e partecipazioni rilevanti, che un soggetto terzo rispetto all'emittente (che potrebbe essere la stessa Consob o la società di gestione del mercato), una volta fissati i criteri per il calcolo di tale capitalizzazione media, accerti e renda pubblica la lista degli emittenti azioni quotate con capitalizzazione inferiore ai 500 milioni di euro. Un regime siffatto garantirebbe maggiore tutela degli investitori sui mercati regolamentati, assicurando maggiore

⁶¹ Così la scheda di lettura della Camera dei Deputati, p. 280.

⁶² Cfr. art. 16.

⁶³ Così l'ordine del giorno n. 9/2568-AR/162 accolto dal Governo in data 6 agosto 2014 (cfr. resoconto stenografico dell'Assemblea, seduta n. 280 del 6 agosto 2014) in www.camera.it.

⁶⁴ Nella risposta alla consultazione (cfr. nt. 73) il *London Stock Exchange* suggerisce che il calcolo si effettui sulla base aritmetica dei prezzi ufficiali dei giorni con scambi.

trasparenza. Del resto nel sistema vigente esistono già casi in cui il calcolo della capitalizzazione viene effettuato e reso pubblico, a diversi fini, da Consob⁶⁵. Ciò è stato rappresentato da Assonime in sede di risposta alla consultazione sulle modifiche al Regolamento Emittenti in tema di voto maggiorato⁶⁶. La mancanza di criteri per il calcolo della capitalizzazione media non rende possibile, di fatto, l'applicazione della definizione di PMI che pure è in vigore dall'entrata in vigore della legge di conversione n. 116/2014⁶⁷. La questione non è di poco conto se si considerano le conseguenze in materia di opa e assetti proprietari. Mentre, da un lato, l'applicazione della disciplina semplificata in tema di opa è subordinata a una scelta della società che si deve attivare e modificare lo statuto per prevedere eventualmente una soglia diversa da quella del 30% (comunque non inferiore al 25% né superiore al 40%)⁶⁸, dall'altro lato, per l'applicazione della disciplina degli assetti proprietari, la società ha un ruolo passivo in quanto nel caso in cui l'emittente sia una PMI, gli obblighi delle comunicazioni delle partecipazioni rilevanti scattano solo quando tali partecipazioni siano superiori al 5% del capitale della società medesima e gravano sui partecipanti al capitale. Sarebbe pertanto opportuno che, con un emendamento alla norma primaria o con una disciplina attuativa (che pure non è a rigore prevista) venissero chiarite le modalità di calcolo della capitalizzazione media e venisse attribuita a Consob o ad altro soggetto terzo la predisposizione dell'elenco delle PMI del quale dovrebbe essere assicurata piena conoscibilità.

⁶⁵ A mero titolo esemplificativo, la Consob calcola la capitalizzazione di mercato (intesa come la media della capitalizzazione delle azioni quotate nell'ultimo trimestre dell'esercizio sociale, cfr. art. 144-ter, comma 1, lett. b) RE) e in base a questa pubblica la quota di partecipazione richiesta per la presentazione delle liste dei candidati per la nomina degli organi di amministrazione e controllo nelle società quotate (art. 144-septies RE). Inoltre, in materia di imposta sulle transazioni finanziarie, l'art. 17 del Decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 21 febbraio 2013 prevede che la Consob, sulla base dei dati ricevuti dalle società e certificati dal mercato regolamentato, rediga e trasmetta al Ministero entro il 10 dicembre di ogni anno, la lista delle società con capitalizzazione media inferiore ai 500 milioni di euro che viene poi pubblicata dallo stesso Ministero sul proprio sito. Il citato decreto definisce anche che cosa si intenda per capitalizzazione (media semplice delle capitalizzazioni giornaliere calcolate sulla base dei relativi prezzi medi ponderati con riferimento a ciascuna giornata di negoziazione).

⁶⁶ Cfr. Interventi e consultazioni n. 16/2014. Nello stesso senso la risposta di *London Stock Exchange* che ha rappresentato alla Consob anche il fatto che il parametro della capitalizzazione media di mercato nell'ultimo anno solare escluderebbe dal perimetro le società neo quotate. Nel documento di esito delle consultazioni del 23 dicembre 2014 non c'è però traccia di alcun commento da parte della Consob su questo argomento.

⁶⁷ La legge è entrata in vigore il 21 agosto 2014, giorno successivo alla sua pubblicazione in G.U. n. 192 del 20 agosto 2014, S.O. n. 72.

⁶⁸ Cfr. art. 106 Tuf.

Il parametro della capitalizzazione media nell'ultimo anno solare escluderebbe inoltre dal perimetro delle PMI le società neo quotate per le quali tale parametro non è ovviamente disponibile. Delle due l'una: o per il primo anno le società neo quotate dovrebbero fare riferimento al solo parametro del fatturato⁶⁹, l'unico apparentemente utilizzabile, o, in alternativa, potrebbe essere utile specificare, per le società neo quotate, limitatamente al primo anno di quotazione, che la capitalizzazione si calcoli per esempio facendo riferimento al prezzo definitivo dell'offerta o al prezzo massimo⁷⁰. L'impossibilità di utilizzare il parametro della capitalizzazione potrebbe essere astrattamente penalizzante in quanto una società neo quotata potrebbe rientrare nel novero delle PMI in quanto sotto il limite della capitalizzazione media previsto e calcolato in base al prezzo dell'offerta, ma non sotto quello del fatturato e ciò avrebbe ricadute negative. Per il primo anno alle società neo quotate si applicherebbe infatti la disciplina "ordinaria" delle società diverse dalle PMI (senza "sconti" in termini di assetti proprietari e opa), fatta salva la possibilità di rientrare nel novero delle PMI l'anno successivo, con la conseguente applicazione della disciplina "speciale" propria delle PMI, prevista dal decreto legge n. 91/2014. Tale ultima ipotesi andrebbe senz'altro scartata in quanto foriera di incertezza giuridica.

Altra questione dubbia riguarda il momento che rileva ai fini dell'entrata nel perimetro delle PMI, una volta superati i limiti previsti (capitalizzazione o fatturato); la norma, con riguardo al parametro del fatturato, si riferisce al "bilancio approvato"⁷¹ relativo all'ultimo esercizio; in primo luogo appare utile rammentare che, anche se solo in un resoconto stenografico in sede parlamentare⁷² è stato dichiarato che il riferimento al bilancio approvato relativo all'ultimo esercizio è quello dell'ultimo bilancio annuale consolidato ove redatto. Tale precisazione potrebbe essere utilizzata per le *holding* di partecipazioni per le quali occorrerebbe verificare l'esistenza/inesistenza dei parametri a livello di bilancio consolidato e non di bilancio di esercizio. In secondo luogo il riferimento al "bilancio approvato" fa ritenere presumibile che l'entrata nel perimetro si

⁶⁹ L'inciso, nell'art. 1, comma 1, lett. *w-quater*, sul bilancio approvato anche "anteriore all'ammissione alle negoziazioni delle proprie azioni" per il calcolo del fatturato potrebbe essere stato previsto proprio per i casi di società neo quotate per le quali, non sussistendo il parametro della capitalizzazione, può soccorrere il parametro del solo fatturato.

⁷⁰ Come proposto da *London Stock Exchange Group* nella risposta alla consultazione Consob in tema di voto maggiorato.

⁷¹ La raccomandazione comunitaria del 2003, oltre a definire le categorie di imprese (cfr. nt. 56), aveva previsto che "i dati impiegati per calcolare gli effettivi e gli importi finanziari sono quelli riguardanti l'ultimo esercizio contabile chiuso e vengono calcolati su base annua. Essi sono presi in considerazione a partire dalla data di chiusura dei conti" (art. 4). Nella direttiva 2013/34/UE il riferimento è alla data di chiusura del bilancio (cfr. art. 3).

⁷² Seduta n. 280 del 6 agosto 2014.

verifichi solo dopo l'approvazione dell'ultimo bilancio da parte dell'assemblea⁷³ (nel sistema tradizionale e monistico) e, nel caso del bilancio consolidato, dopo l'approvazione del consiglio di amministrazione⁷⁴.

Altro profilo da esaminare riguarda il momento utile per determinare l'uscita dal perimetro delle PMI (in questo caso occorre il superamento di entrambi i limiti, fatturato e capitalizzazione); specularmente, ai fini del calcolo del fatturato, occorrerebbe presumibilmente fare riferimento all'approvazione del bilancio in sede assembleare (o l'approvazione del bilancio consolidato da parte del consiglio di amministrazione) per verificare se tale fatturato non supera, per tre esercizi consecutivi, la soglia dei 300 milioni di euro.

Quanto invece al parametro della capitalizzazione media di mercato (che ai fini dell'uscita dal perimetro delle PMI deve essere inferiore ai 500 milioni di euro in tre anni solari consecutivi), come accennato poc'anzi, è necessario che, mediante una disciplina attuativa o un emendamento alla disposizione introdotta dal decreto legge n. 91/2014, la Consob o altro soggetto terzo si faccia carico di predisporre l'elenco delle PMI.

La definizione di PMI nella disciplina comunitaria

L'introduzione di una definizione di PMI nel quadro normativo non è nuova in quanto già da molti anni alcuni atti comunitari hanno introdotto a vario titolo alcune definizioni di PMI.

La definizione è stata per la prima volta introdotta da una raccomandazione della Commissione europea del 1996⁷⁵ e successivamente aggiornata da quella del 2003⁷⁶. La raccomandazione europea del 2003 prevedeva la definizione delle medie imprese,

⁷³ Non sembra infatti applicabile la disposizione contenuta all'art. 154-ter, comma 1 Tuf che prevede l'approvazione del "progetto di bilancio di esercizio" e che quindi si riferisce a un momento precedente, coincidente con l'approvazione del progetto di bilancio da parte degli amministratori.

⁷⁴ Il bilancio consolidato, infatti, nel sistema tradizionale, è atto degli amministratori e non è soggetto all'approvazione dell'assemblea. Una copia del bilancio consolidato, insieme alla relazione sulla gestione e alla relazione di revisione, resta depositata durante i quindici giorni che precedono l'assemblea convocata per l'approvazione del bilancio di esercizio e finché questo sia approvato (cfr. art. 41 del decreto legislativo 9 aprile 1991, n. 127). Nel sistema dualistico il bilancio di esercizio e il bilancio consolidato sono approvati dal consiglio di sorveglianza, salvo che lo statuto non abbia previsto che in caso di mancata approvazione del bilancio o qualora lo richieda almeno un terzo dei componenti del consiglio di gestione o del consiglio di sorveglianza la competenza per l'approvazione del bilancio sia attribuita all'assemblea (art. 2409-terdecies c.c.).

⁷⁵ Cfr. Raccomandazione della Commissione 96/280/CE, del 3 aprile 1996, relativa alla definizione delle piccole e medie imprese (testo rilevante ai fini del SEE), GU L 107 del 30 aprile 1996, pagg. 4-9.

delle piccole imprese e delle microimprese⁷⁷. Le definizioni sopra menzionate prescindono dalla quotazione o meno delle azioni dell'impresa.

La definizione è stata poi rimaneggiata ed utilizzata a diversi fini in alcune direttive comunitarie, sia nell'ambito della disciplina contabile che in quella dei mercati finanziari.

In ambito contabile, da ultimo, la direttiva 2013/34/UE del 26 giugno 2013 ha introdotto la definizione di microimprese, piccole imprese, medie imprese e grandi imprese⁷⁸; l'introduzione delle definizioni di piccole e medie imprese è dettata dallo scopo di ridurre gli oneri amministrativi, e, segnatamente, quelli derivanti dall'applicazione della disciplina contabile alle PMI. Ciò alla luce della comunicazione della Commissione europea cd. *Small Business act*⁷⁹ volta a creare un contesto normativo favorevole di modernizzazione e semplificazione per lo sviluppo delle PMI.

⁷⁶ Cfr. Raccomandazione della Commissione 2003/361/CE, del 6 maggio 2003, relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (testo rilevante ai fini del SEE), GU L 124 del 20 maggio 2003, pagg. 36-41.

⁷⁷ Cfr. art. 2. Per un commento sulla definizione di piccole e medie imprese ai fini della concessione di aiuti si veda Assonime, *Definizione di piccole e medie imprese ai fini della concessione di aiuti*, Circ. n. 58, 2005.

Ai sensi della raccomandazione, per medie imprese si intendono quelle che occupano meno di 250 persone, il cui fatturato annuo non supera i 50 milioni di euro oppure il cui totale di bilancio annuo non supera i 43 milioni di euro. Per piccole imprese si intendono quelle che occupano meno di 50 persone e realizzano un fatturato annuo o totale di bilancio annuo non superiori a 10 milioni di euro. Infine per microimprese si intendono quelle che occupano meno di 10 persone e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni di euro.

⁷⁸ Per microimprese si intendono quelle che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: i) totale dello stato patrimoniale 350.000 euro; ii) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 700.000 euro; iii) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 10. Per piccole imprese si intendono quelle che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: i) totale dello stato patrimoniale: 4.000.000 euro; ii) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 8.000.000 euro; iii) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 50. Per medie imprese si intendono quelle che non rientrano nella categoria delle micro o piccole imprese e che alla data di chiusura del bilancio non superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri seguenti: i) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 euro; ii) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni: 40.000.000 euro; iii) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250. Sono grandi imprese quelle che alla data di chiusura del bilancio superano i limiti numerici di almeno due dei tre criteri: i) totale dello stato patrimoniale: 20.000.000 euro; ii) ricavi netti delle vendite e delle prestazioni; iii) numero medio dei dipendenti occupati durante l'esercizio: 250.

⁷⁹ Si tratta della comunicazione della Commissione europea del 25 giugno 2008, COM(2008) 394, successivamente modificata nel 2011 dalla comunicazione della Commissione europea del 23 febbraio 2011, COM(2011)78, richiamata nel considerando 1 della direttiva.

Nell'ambito della disciplina sui mercati finanziari, la direttiva prospetto⁸⁰, la nuova direttiva mifid⁸¹ e il regolamento sugli abusi di mercato⁸² prevedono alcune definizioni di PMI e/o società con ridotta capitalizzazione.

La direttiva prospetto introduce sia la definizione di PMI, sia quella di società con ridotta capitalizzazione⁸³, funzionale all'applicazione, per gli emittenti di minori dimensioni, di un regime semplificato delle informazioni da rendere nel prospetto.

La direttiva Mifid, da un lato, definisce le PMI⁸⁴ e, dall'altro lato, disciplina i cd. mercati di crescita delle PMI, ovvero i sistemi multilaterali di negoziazione dedicati al *listing* di PMI e dotati di taluni requisiti di trasparenza assimilabili a quelli previsti per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati. Ciò, nell'ottica della direttiva, di offrire maggiore visibilità alle imprese di questo tipo negoziate in sistemi multilaterali di negoziazione *ad hoc*.

Infine, la nuova disciplina sugli abusi di mercato rinvia alla definizione di mercati di crescita delle PMI contenuta nella Mifid; la definizione ivi contenuta è funzionale all'applicazione, anche a queste imprese, di parte della disciplina per le società quotate sui mercati regolamentati.

Tutti gli interventi comunitari, sebbene accomunati dall'intento generale di fornire un quadro semplificato di adempimenti per le imprese di minori dimensioni⁸⁵, sono caratterizzati dall'eterogeneità delle definizioni e dei relativi criteri dimensionali.

A questo quadro eterogeneo si aggiunge una nuova e diversa definizione di PMI, come introdotta dal decreto legge n. 91/2014; le PMI possono beneficiare, a vario titolo e se

⁸⁰ Direttiva 2003/71/CE come successivamente modificata.

⁸¹ Direttiva 2014/16/UE.

⁸² Regolamento 596/2014/UE.

⁸³ Quanto alla prima, essa viene definita come l'impresa che in base al più recente bilancio annuale o consolidato soddisfa almeno due dei tre criteri seguenti: numero medio di dipendenti nel corso dell'esercizio inferiore a 250, totale dello stato patrimoniale non superiore a 43 000 000 di EUR e fatturato annuo netto non superiore a 50 000 000 di EUR. Quanto alla seconda, la definizione include una società quotata su un mercato regolamentato che abbia avuto, nei tre anni civili precedenti, una capitalizzazione media di mercato inferiore a 100 000 000 EUR, calcolata sulla base delle quotazioni di chiusura anno.

⁸⁴ È definita PMI un'impresa che ha una capitalizzazione di borsa media inferiore a 200 000 000 EUR sulla base delle quotazioni di fine anno dei tre precedenti anni civili.

⁸⁵ Benché il disegno comunitario non sia sempre del tutto coerente se si considera che il Regolamento sugli abusi di mercato va nella direzione opposta a quella auspicata applicando le disposizioni anche ad emittenti quotati esclusivamente su MTF (tipicamente le imprese di più ridotte dimensioni) e ai mercati di crescita delle PMI, sebbene con qualche semplificazione rispetto alla disciplina prevista per gli emittenti quotati sui mercati regolamentati.

rientrano nelle diverse definizioni, delle semplificazioni apportate dalla disciplina comunitaria sopradescritta.

Le conseguenze dell'applicazione della nuova definizione di PMI in tema di assetti proprietari e soglie opa

Come accennato, l'introduzione della definizione di PMI nel Tuf è funzionale all'applicazione a queste società di una disciplina *ad hoc* in tema di assetti proprietari, al fine di incentivare l'ingresso nel capitale delle PMI da parte degli investitori professionali, soprattutto esteri, e in tema di offerta pubblica di acquisto, al fine di incentivarne la quotazione.

Con riferimento agli assetti proprietari è stata prevista, per le PMI, la soglia del 5% per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti, in luogo del 2% attualmente vigente per le società diverse dalle PMI (art. 120, comma 2 Tuf). A seguito della modifica apportata alla norma di rango primario la Consob ha provveduto ad allineare la normativa secondaria⁸⁶.

Un'altra modifica concerne le partecipazioni reciproche; l'art. 121 Tuf prevede una serie di limiti in materia di incroci azionari con la finalità di prevedere possibili abusi derivanti da tali incroci. Il comma 2 dell'art. 121 prevedeva, nella formulazione previgente, che il limite per le partecipazioni reciproche del 2% da parte di entrambe le società avesse luogo a seguito di un accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate. Per effetto della modifica apportata, detta soglia, a seguito di accordo preventivamente autorizzato dall'assemblea ordinaria delle società interessate, è elevata al 10% qualora l'emittente sia una PMI.

Rispetto alle citate modifiche alla società, una volta definita come PMI ed avendo un ruolo "passivo" (nel senso che non è richiesto che si attivi in qualche modo), si applicheranno le soglie previste per gli assetti proprietari.

⁸⁶ Si veda l'art. 117, comma 1, lett. a) RE ove è stato precisato la comunicazione per il superamento della soglia del 2% riguarda le società diverse dalle PMI. Analoga modifica è stata apportata all'art. 120, comma 1 RE in tema di trasparenza sugli aderenti a patti parasociali. Le citate modifiche sono state apportate dalla delibera Consob n. 19084 del 19 dicembre 2014. Anche Borsa Italiana ha modificato il proprio Regolamento a fronte delle novità legislative introdotte; la modifica riguarda la precisazione sul computo del flottante per il quale non si tiene conto delle partecipazioni superiori alle soglie rilevanti. È stato in particolare precisato che, con riferimento alle PMI, non si considerano le partecipazioni superiori al 5% (art. 2.2.2. Cfr. [avviso di Borsa n. 905 del 23 gennaio 2015](#)).

Le novità appena descritte in materia di diversificazione delle soglie per la comunicazione delle partecipazioni rilevanti potrebbero però avere vita breve in quanto recentemente la Consob ha proposto di innalzare tale soglia per tutte le società quotate al 3%, a prescindere che si tratti di PMI o di altre società quotate⁸⁷. Ciò renderebbe più competitivo il nostro mercato in quanto l'attuale soglia del 2% (ora prevista per le società diverse dalle PMI) rappresenta un'eccezione nel panorama europeo che può scoraggiare l'accesso al mercato dei capitali⁸⁸.

Con riguardo alle previsioni in materia di opa per le PMI si rinvia al paragrafo 8.

PMI: scenari alternativi per la struttura dei mercati e le ultime iniziative europee

Da un calcolo effettuato da Assonime, considerando il solo parametro della capitalizzazione media, quasi due terzi delle società del listino (su 250 quotate al 31 maggio 2014) rientrano nella definizione di PMI⁸⁹; alla luce di ciò Assonime, da ultimo, in sede di audizione al Senato, aveva rappresentato le proprie perplessità perché l'estensione di un regime agevolato a buona parte del listino potrebbe essere utile nel breve periodo ma non giovare, nel lungo, alla crescita del mercato.

Uno scenario alternativo⁹⁰ potrebbe essere quello di segmentare il mercato sotto altri profili, similmente a quanto previsto nel Regno Unito ove le società, all'atto della quotazione ed a prescindere dai requisiti dimensionali, possono scegliere se quotarsi sul segmento *Premium*, caratterizzato dall'applicazione di requisiti più stringenti di

⁸⁷ Cfr. l'audizione del Presidente Consob nell'ambito del Disegno di legge n. 1758 recante la delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri Atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014; in sede di audizione la Consob ha rappresentato l'opportunità di rivedere, in occasione del recepimento della direttiva *Transparency* (direttiva 2013/50/UE), l'entità della soglia di *disclosure* del 2%. La Consob propone di optare per la soglia del 3%, senza differenziazioni tra PMI e le altre società. Nel testo del [disegno di legge](#) proposto dalla 14a Commissione permanente delle Politiche dell'Unione europea del Senato del 9 aprile 2015 è stato infatti aggiunto, tra i criteri di delega, quello che prevede l'innalzamento della soglia in materia di partecipazioni rilevanti.

⁸⁸ Nel Regno Unito e in Germania la soglia è al 3%, mentre in Francia è al 5%. Solo il Portogallo ha la soglia del 2%, come rammenta la Consob nel testo dell'audizione (cfr. l'audizione del Presidente Consob nell'ambito del Disegno di legge n. 1758 recante la delega al Governo per il recepimento delle direttive europee e l'attuazione di altri Atti dell'Unione europea – Legge di delegazione europea 2014, cit., nt. 83). Assonime, già in occasione della risposta alla consultazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze per il recepimento della direttiva *Transparency*, aveva rappresentato l'opportunità di innalzare la soglia al 3%.

⁸⁹ Cfr. [Audizione del Presidente di Assonime](#) al Senato - Commissioni riunite 10a (Industria, commercio, turismo) e 13a (Territorio, ambiente, beni ambientali) sulla conversione in legge del d.l. 91 del 24 giugno 2014.

⁹⁰ Cfr. [Audizione del Presidente di Assonime Luigi Abete alla Camera dei Deputati \(VI Commissione permanente Finanze\) del 3 maggio 2011](#).

quelli previsti in applicazione della disciplina comunitaria, o sul segmento Standard ove si applicano i soli requisiti minimi previsti dalla medesima disciplina comunitaria⁹¹. Il mercato potrebbe quindi essere segmentato a tre livelli: *i*) un mercato regolamentato “base” per tutte le società quotate, con obblighi in linea con le direttive comunitarie, quindi semplificati rispetto all’attuale disciplina; *ii*) un mercato regolamentato di eccellenza, Star o Premium, ad adesione volontaria da parte di tutte le società che lo desiderino, caratterizzato da una disciplina più rigorosa, anche in tema di *governance* (ad esempio, con maggioranza di amministratori indipendenti nei consigli di amministrazione, con disciplina rigorosa delle operazioni con parti correlate, flottante elevato, tempistica abbreviata per la presentazione dei documenti contabili, con informativa finanziaria trimestrale⁹²); *iii*) un MTF (sistema multilaterale di negoziazione) sul quale si negozino titoli di imprese non quotate sul mercato regolamentato, non accessibili a investitori *retail*, aperto solo a investitori professionali (istituzionali e *private equity*), con requisiti solo di trasparenza, l’eventuale presenza di un Nomad e di uno *specialist* che dia spessore al mercato. La disciplina base dovrebbe essere contenuta nei regolamenti degli MTF senza ingerenze da parte del legislatore/regolatore.

La soluzione proposta affrontava il tema delle PMI quotate senza prevedere parametri dimensionali e senza creare uno speciale segmento di quotazione, anche per le difficoltà di identificare una nozione unica di PMI a livello europeo, come evidenziato nei paragrafi che precedono.

La proposta sembrava essere stata inizialmente accolta anche dalla Consob, come emerge dal Discorso del suo Presidente all’incontro annuale con il mercato finanziario del 9 maggio 2011, ove si ipotizzava la segmentazione dei mercati distinguendo tra mercato di base, destinato alle imprese che soddisfano i requisiti minimi della disciplina comunitaria e mercati ad alti requisiti ai quali potrebbero accedere le società che si impegnano a rispettare regole più stringenti⁹³.

⁹¹ Così, per esempio le previsioni del Codice di autodisciplina UK contenute nei *Main principles* sono vincolanti per le società del segmento Premium e si applicano, invece, su base *comply or explain*, per le società del segmento standard e le disposizioni per operazioni su parti correlate si applicano soltanto alle società del segmento premium.

⁹² È bene rammentare che una delle principali novità della nuova direttiva *Transparency* (direttiva 2013/50/UE) è rappresentata dall’eliminazione dell’obbligo di pubblicazione del resoconto intermedio sulla gestione (relazione trimestrale); resta tuttavia ferma la possibilità per gli Stati membri, alle condizioni indicate nella direttiva, di imporre agli emittenti di pubblicare informazioni periodiche aggiuntive, così mantenendo l’obbligo di pubblicazione della relazione trimestrale.

⁹³ Cfr. pp. 17-18.

In realtà tale disegno non è poi stato attuato lungo le linee direttrici sopra indicate benché siano comunque poi state poste in essere alcune semplificazioni alla disciplina delle società quotate a seguito di alcuni tavoli di lavoro Consob⁹⁴. Da ultimo, una riflessione sulla struttura dei mercati regolamentati e delle piattaforme alternative di negoziazione è stata riproposta nel corso dell'audizione del Presidente di Assonime al Senato proprio in relazione alla conversione in legge del decreto legge n. 91/2014⁹⁵.

Il tema del rafforzamento, del sostegno alla crescita, del miglioramento dell'accesso ai finanziamenti da parte delle PMI è stato valorizzato in alcuni recenti documenti della Commissione europea; si tratta del libro verde sulla *Capital Market Union*⁹⁶ e della revisione della direttiva sul prospetto⁹⁷.

Il libro verde è un piano della Commissione europea che ha l'obiettivo di creare mercati dei capitali più ampi ed integrati tra i 28 Stati membri dell'Unione europea. In questo contesto il documento evidenzia come sia di primaria importanza migliorare l'accesso ai finanziamenti, anche al capitale di rischio, in particolare per le PMI. In questa stessa direzione si muove la Commissione europea per la revisione dell'attuale regime del prospetto, consultazione avviata parallelamente al Libro verde. Nel documento di consultazione la Commissione europea rileva alcuni difetti della disciplina contenuta nella direttiva sul prospetto, tra cui evidenzia quelli legati al costo e alla complessità derivanti dalla redazione del prospetto, soprattutto per le PMI e per le società a ridotta capitalizzazione, e pone quindi sul tavolo alcune domande per la semplificazione della disciplina⁹⁸.

⁹⁴ Per un commento si veda la Assonime, *Le nuove regole per gli emittenti quotati e diffusi: le modifiche al Regolamento Emittenti e al regolamento Mercati*, Circ, n. 30/2012.

⁹⁵ Cfr. [Audizione del Presidente dell'Assonime, Maurizio Sella, alle Commissioni riunite 10 \(Industria, commercio e turismo\) e 13 \(Territorio, Ambiente, beni ambientali\), del 2 luglio 2014.](#)

⁹⁶ [Commissione europea, Libro verde – costruire un'Unione dei mercati dei capitali, Bruxelles, 18.2.2015, COM\(2015\)63 final.](#)

⁹⁷ Commissione europea, [Consultation document – review of the Prospectus directive](#), Bruxelles, 18 February 2015.

⁹⁸ Per esempio la Commissione europea propone di innalzare le attuali soglie per l'esenzione da prospetto, prevede di introdurre alcune esenzioni per le cd. offerte sul mercato secondario (ovvero per le offerte di titoli da parte di società già quotate per le quali sono già applicabili le disposizioni in tema di informativa continua e periodica contenute nella direttiva sugli abusi di mercato e nella direttiva *Transparency*), chiede se il regime semplificato per le offerte da parte di società con ridotta capitalizzazione possa essere ulteriormente semplificato.

8. Le nuove soglie OPA

Il Tuf prevede un obbligo di OPA successiva e totalitaria a carico di chi, a seguito di acquisti, venga a detenere, individualmente o di concerto con altri, una soglia fissa di partecipazione superiore al 30% del capitale rappresentato da titoli, negoziati in un mercato regolamentato, che attribuiscono diritti di voto nelle deliberazioni sulla nomina e revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza (art. 106, comma 1, e art. 105, comma 2, Tuf)⁹⁹.

Il decreto legge n. 91/2014 ha introdotto due nuove soglie per l'obbligo di OPA¹⁰⁰.

Da un lato, ha previsto, per tutte le società quotate diverse dalle PMI, che l'OPA successiva totalitaria deve essere promossa anche quando, a seguito di acquisti, un soggetto viene a detenere una partecipazione superiore al 25%, in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata (art. 106, comma 1-bis, Tuf).

Dall'altro, ha consentito alle PMI quotate di stabilire statutariamente una soglia diversa da quella del 30%, purché non inferiore al 25% e non superiore al 40% (art. 106, comma 1-ter, Tuf).

Pur rimanendo nell'ambito di un sistema a "soglia percentuale fissa", le due previsioni hanno introdotto un certo grado di flessibilità correlato ai concreti assetti proprietari della società quotata (la soglia del 25%) oppure alla dimensione della società (scelta statutaria della soglia, comunque entro un *range* definito dalla legge).

Il decreto legge n. 91/2014 ha poi ridefinito i presupposti per il sorgere dell'obbligo di OPA al fine di tenere conto delle nuove previsioni in materia di maggiorazione del voto e di emissione di azioni a voto plurimo. In particolare, è stato previsto che il superamento della soglia rilevante possa avvenire anche a seguito di maggiorazione del voto, e non solo di acquisto di azioni¹⁰¹.

⁹⁹ L'obbligo di OPA sorge anche in presenza di acquisti superiori al 5% effettuati nel corso di dodici mesi da parte di coloro che già detengono la partecipazione del 30% senza però disporre della maggioranza dei diritti di voto in assemblea (cd. OPA da consolidamento, art. 106, comma 3, lett. b), Tuf e art. 46 RE). In questo caso, non muta il soggetto che detiene il controllo ma la qualità del controllo stesso, che risulta consolidato dagli acquisti effettuati.

¹⁰⁰ Per un primo commento si vedano R. COSTI, *Intervento*, in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, Giur. Comm. 2015, I, 211, 225; M. SASSELLA, *I nuovi profili dell'opa obbligatoria alla luce del Decreto Competitività e delle recenti modifiche al Regolamento Emittenti*, dirittobancario.it, Marzo 2015.; F. VELLA, *Intervento*, in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, Giur. Comm. 2015, I, 211, 242.

¹⁰¹ Sul punto si veda la Circolare ASSONIME n. 10/2015 *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*.

L'obbligo di OPA sorge dunque a carico di chiunque, a seguito di acquisti o di maggiorazione dei diritti di voto, viene a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 30% oppure a disporre di diritti di voto in misura superiore al 30% (nuovo art. 106, comma 1). La maggiorazione del voto rappresenta dunque una tecnica di acquisizione del controllo analoga a quella che si realizza mediante l'acquisto di titoli azionari¹⁰². Allo stesso modo, l'obbligo di OPA è previsto nei casi di consolidamento della partecipazione rilevante, ai sensi dell'articolo 106, comma 5, lett. a), Tuf, a seguito di acquisti o per effetto di maggiorazione del voto. Infine, tali obblighi trovano applicazione anche nei casi di concerto tra più soggetti, qualora il superamento della soglia rilevante consegua alla maggiorazione del diritto di voto (art. 109, comma 1, secondo periodo, Tuf).

Come chiarito nel Regolamento Emittenti, nelle società i cui statuti consentono la maggiorazione del diritto di voto o hanno previsto l'emissione di azioni a voto plurimo, la partecipazione rilevante ai fini dell'obbligo di OPA è calcolata tenendo conto del numero complessivo dei diritti di voto esercitabili nelle deliberazioni di nomina e revoca degli amministratori e del consiglio di sorveglianza (art. 44-*bis*.1). Il numero complessivo dei diritti di voto su cui calcolare la percentuale rilevante ai fini dell'obbligo di OPA è quella comunicata dall'emittente ai sensi dell'art. 85-*bis*, comma 1-*bis*, RE (art. 44-*bis*.1, RE). Da ciò consegue che il momento dal quale sorge l'obbligo di promuovere l'offerta pubblica decorre dalla comunicazione del numero complessivo dei diritti di voto effettuata dall'emittente¹⁰³.

8.1 La nuova soglia OPA del 25%

¹⁰² Cfr. Documento di consultazione della Consob del 5 novembre 2014 sulle modifiche al Regolamento Emittenti in materia di voto plurimo e documento sugli esiti della consultazione.

¹⁰³ La Consob distingue l'ipotesi in cui il superamento della soglia rilevante ai fini dell'obbligo di OPA sia conseguente alla maggiorazione del diritto di voto del medesimo azionista, e l'ipotesi in cui il superamento della soglia sia conseguente ad un'operazione di acquisto di azioni. Nel primo caso, il numeratore della partecipazione terrà conto del numero dei diritti di voto di cui l'azionista è titolare, mentre il denominatore terrà conto del numero complessivo dei diritti di voto a seguito della maggiorazione. Quanto all'ammontare di tale denominatore, trattandosi di un'informativa non disponibile all'azionista (tenuto conto che questi conosce l'ammontare complessivo dei diritti di voto precedentemente comunicato dalla società ma non ancora aggiornato), l'obbligo di comunicazione ai sensi dell'articolo 102, comma 1, del Tuf, viene a configurarsi dalla data della successiva comunicazione dell'emittente ex articolo 85-*bis*, comma 4-*bis*, RE. Nel secondo caso, l'obbligo dovrà essere assolto dalla data in cui l'operazione è posta in essere, calcolando al denominatore il numero complessivo dei diritti di voto da ultimo comunicati dall'emittente. Cfr. Circolare Assonime n.10/2015, cit.

Nelle società diverse dalle PMI, l'OPA deve essere promossa da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata.

La norma mira ad introdurre un correttivo alla rigidità della soglia fissa al 30%, prevedendo una soglia più bassa in relazione agli assetti proprietari della singola società. In società ad elevata capitalizzazione con un azionariato particolarmente polverizzato, il controllo può essere conseguito con quote partecipative relativamente ridotte. La finalità del legislatore è stata dunque quella di ricondurre nell'ambito dell'obbligo di opa quei trasferimenti di pacchetti azionari che, seppur inferiori alla soglia del 30%, siano comunque in grado di conferire un "controllo di fatto" su una società quotata¹⁰⁴.

La norma non chiarisce cosa si intenda per "partecipazione più elevata": se sia sufficiente che un altro socio possieda più del 25% oppure se è necessario che quest'ultimo detenga una partecipazione più qualificata¹⁰⁵. Alla luce della finalità della disposizione, si deve ritenere che l'obbligo di opa sorge quando un soggetto supera la soglia del 25% (anziché del 30%) solo in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata del 25%, condizione questa necessaria perché tale soglia possa assicurare un controllo di fatto della società¹⁰⁶.

Quanto alle modalità di calcolo della soglia del 25%, si applica la regola generale, enunciata negli artt. 106, comma 1, Tuf e art. 44-bis.1 RE: dunque, se la società ha previsto la maggiorazione del diritto di voto oppure se ha emesso azioni a voto plurimo, occorre tenere conto del numero dei diritti di voto, esercitabili nelle deliberazioni assembleari riguardanti la nomina o la revoca degli amministratori o del consiglio di sorveglianza, in rapporto al numero totale dei diritti di voto (sulle stesse materie) comunicati dall'emittente.

¹⁰⁴ La disposizione è stata introdotta in sede di conversione del decreto legge e riprende i temi già affrontati precedentemente nel dibattito sull'opportunità di introdurre una soglia opa collegata all'effettivo acquisto del controllo di fatto di una società quotata, sorto in relazione alla vicenda della prospettata acquisizione di Telco da parte di Telefonica. Si veda anche l'Audizione del Presidente della Consob presso il Senato della Repubblica del 26 settembre 2013.

¹⁰⁵ Qualche perplessità sull'interpretazione della disposizione poteva forse sorgere perché la previsione che attribuisce valenza esimente dall'obbligo di opa alla presenza di un socio che controlla di diritto la società quotata, ai sensi dell'art. 106, comma 5, Tuf, è un'esimente che si applica a tutte le soglie opa ora individuate dal Tuf, compresa quella del 25%.

¹⁰⁶ In questo senso, v. R. Costi, *Intervento*, in *Voto maggiorato, voto plurimo e modifiche dell'OPA*, cit.

Diversamente però da quanto previsto per la soglia generale del 30%, diversi sono i presupposti per il superamento della soglia del 25%. In particolare, in questo caso, il superamento deve essere determinato unicamente da acquisti di titoli (anche di concerto); l'eventuale superamento della soglia del 25% per effetto della sola maturazione in capo all'azionista di voti maggiorati non comporta invece, per quest'obbligo di promuovere un'OPA totalitaria. In questo senso depone la lettera del comma 1-*bis* dell'art. 106 e dell'art. 45, comma 1-*bis*).

Quindi nell'ipotesi in cui il soggetto acquisti una partecipazione inizialmente inferiore alla soglia del 25% avuto riguardo al numero complessivo dei diritti di voto, ma successivamente, per effetto della sola maggiorazione dei diritti di voto, si trovi ad incrementare la propria quota di diritti di voto al di sopra della soglia del 25% (ma senza superare al contempo la soglia del 30%), tale soggetto non sarà tenuto a promuovere un'OPA obbligatoria ai sensi dell'art. 106, comma 1-*bis* Tuf, dal momento che il superamento della soglia sarebbe conseguente alla sola maggiorazione dei diritti di voto.

La norma in esame dispone che il superamento della soglia del 25% deve avvenire in assenza di "un altro azionista che sia titolare di una partecipazione più elevata". La norma non chiarisce però se la partecipazione più elevata debba essere detenuta da un azionista individuale oppure possa essere detenuta anche da più soggetti congiuntamente, ad esempio soci legati da un patto parasociale.

La lettera della norma suggerisce che, nel caso di specie, abbia rilevanza solo la presenza di un azionista individuale che detenga una partecipazione superiore al 25%. Questa lettura appare confermata dalla circostanza che, in altri casi in cui il legislatore ha voluto attribuire valenza esimente alla detenzione di una partecipazione da parte di più soci congiuntamente lo ha previsto espressamente. Si pensi, ad esempio, all'esenzione dall'obbligo di OPA previsto dal combinato disposto degli articoli 106, comma 5, del TUF e 49, comma 1, lett. a), RE, ai sensi dei quali non è tenuto a promuovere un'OPA obbligatoria il soggetto che si trovi a superare la soglia OPA se "*un altro socio, o altri soci congiuntamente, dispongono della maggioranza dei diritti di voto esercitabili in assemblea ordinaria*"¹⁰⁷.

Infine, la disciplina in materia di opa da consolidamento non trova applicazione con riferimento alla soglia del 25%, che non viene richiamata dalle relative disposizioni (art.

¹⁰⁷ M. Sassella, *I nuovi profili dell'opa obbligatoria alla luce del Decreto Competitività e delle recenti modifiche al Regolamento Emittenti*, cit.

106, comma 3, lett. *b*, Tuf e art. 46 RE). Al riguardo, si osserva che l'obbligo di opa da consolidamento scatta a seguito di acquisti superiori al 5%¹⁰⁸ da parte di coloro che già detengono una partecipazione rilevante. Nel caso di soggetto che già detenga una partecipazione del 25%, l'acquisto di una ulteriore partecipazione del 5% lo porterebbe alla soglia del 30%, già prevista dall'art. 106, comma 1, Tuf come fonte di un obbligo di opa.

8.2 La nuova soglia OPA per le PMI

Al fine di incentivare la quotazione delle piccole e medie imprese, anche a proprietà familiare, il decreto legge n. 91/2014 consente alle PMI quotate di prevedere in via statutaria una soglia diversa da quella del 30% prevista per l'opa obbligatoria totalitaria al comma 1 dell'art. 106 TUF; tale soglia non può essere inferiore al 25% e non può essere superiore al 40%.

In altre parole, è stato introdotto per le PMI un sistema di soglia fissa modulabile volto a consentire alla singola società di stabilire, mediante un meccanismo di *opt-in* statutario, il proprio grado di contendibilità in funzione delle proprie specifiche esigenze.

Pertanto per ciascuna PMI potrebbero prospettarsi tre possibilità: (i) fissare in statuto una soglia OPA inferiore al 30%, se ad esempio l'interesse fosse quello di una maggior tutela contro il rischio di perdita del controllo, imponendo così l'obbligo di promuovere un'OPA obbligatoria al terzo acquirente di una partecipazione al di sotto di tale soglia (ma comunque superiore al 25%), ovvero (ii) prevedere una soglia OPA superiore al 30%, qualora ad esempio intenda favorire l'ingresso nel capitale sociale di nuovi investitori entro una soglia non superiore al 40% senza che gli stessi siano tenuti a promuovere un'OPA obbligatoria; (iii) non prevedere nulla e rimanere sottoposti alla disciplina generale¹⁰⁹.

La previsione di una soglia opa diversa da quella indicata dall'art. 106, comma 1, richiede una modifica dello statuto che deve essere approvata con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria (artt. 2368 e 2369 c.c.). L'art. 106, comma 1-*ter*, prevede espressamente che il socio che non ha concorso all'adozione della delibera, ha diritto di recesso per tutti o parte dei propri titoli, se la modifica statutaria relativa alla

¹⁰⁸ O alla maggiorazione di diritti di voto, modalità di acquisto che non rileva con riferimento alla soglia del 25%.

¹⁰⁹ Quindi soglia del 30%; ma non soglia del 25% perché le PMI sono state escluse (v. Costi)

soglia per l'opa obbligatoria, interviene successivamente all'inizio della negoziazione dei titoli su un mercato regolamentato.

Lo statuto delle PMI quotate può inoltre prevedere che l'obbligo di opa da consolidamento, previsto dal comma 3, lett. b), dell'art. 106, non si applica per i primi cinque anni di quotazione (*"sino alla data dell'assemblea convocata per approvare il bilancio relativo al quinto esercizio successivo alla quotazione"*, art. 106, comma 3-*quater*, Tuf). La previsione di tale *grace period*¹¹⁰ basato su un meccanismo di *opt-out* statutario, offre alle PMI uno strumento di agevolazione nel primo periodo di quotazione, in quanto viene, a titolo esemplificativo, offerta l'opportunità per gli azionisti di riferimento della PMI di collocare sul mercato in sede di IPO più del 50% del capitale, aumentando in tal modo la liquidità delle azioni e le *chance* di successo dell'IPO, e di riservarsi la possibilità di riacquistare il controllo di diritto della società nell'arco del quinquennio successivo alla quotazione senza incorrere nell'obbligo di OPA¹¹¹.

9. Adozione volontaria dei principi contabili internazionale IAS/IFRS

Il Regolamento (CE) 19 luglio 2002, n. 1606/2002¹¹², relativo all'applicazione dei principi contabili internazionali nell'Unione europea, nell'imporre l'obbligo di adottare i principi IAS/IFRS per i bilanci consolidati delle società con titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato di un qualsiasi Stato membro, ha attribuito ai medesimi Stati membri il potere di imporre o consentire l'adozione dei principi IAS/IFRS con riferimento al bilancio d'esercizio delle società quotate nonché ai bilanci delle altre società.

¹¹⁰ Giova ricordare come nell'Audizione del Presidente della Consob, presso il Senato della Repubblica, Roma, 2 luglio 2014, disponibile su www.consob.it, venga suggerita la tecnica normativa del *grace period*, «cioè la previsione di una deroga al diritto delle società quotate per i primi anni di quotazione, in modo da garantire un adattamento graduale all' "ambiente normativo" che caratterizza la permanenza sul mercato borsistico. Nel caso dell'OPA da consolidamento, ad esempio, l'azionista di controllo che abbia deciso di collocare sul mercato ingenti quote di capitale per favorire il successo dell'IPO, avrà cinque anni di tempo per decidere se riacquistare una posizione di controllo di diritto, senza incorrere nell'obbligo di effettuare un'OPA».

¹¹¹ Si tratta di un'esenzione dall'obbligo di opa e non di una sospensione dell'obbligo stesso, destinato a tornare effettivo allo scadere dei 5 anni. La possibilità di tale lettura della norma è stata avanzata da E. MARCHISIO, *La maggiorazione del voto (art. 127-quinquies TUF): ricompense al socio "stabile" o trucco del socio di controllo?*, in BBTC 2015, I, 78, 108.

¹¹² Il regolamento è stato commentato nella circolare Assonime n. 5 del 2003.

Nel nostro ordinamento, l'opzione è stata esercitata con il decreto legislativo 28 febbraio 2005, n. 38 che ha distinto tra soggetti obbligati a redigere il bilancio d'esercizio e il bilancio consolidato secondo i principi IAS/IFRS e soggetti cui è attribuita la mera facoltà di applicare tali principi¹¹³.

In sintesi, l'obbligo di redigere il bilancio d'esercizio e quello consolidato secondo i principi IAS/IFRS riguarda le società con strumenti finanziari quotati in mercati regolamentati di un qualsiasi Stato membro dell'Unione europea; le società con strumenti finanziari diffusi tra il pubblico; le banche e gli altri intermediari finanziari vigilati (quali, ad esempio, SIM, capogruppo di gruppi bancari o gruppi SIM, SGR, istituti moneta elettronica, Istituti di pagamento, intermediari finanziari ex art 106 Tub)¹¹⁴.

La facoltà di redigere i bilanci secondo i principi IAS/IFRS è previsto per tre classi di società: a) le società incluse nel bilancio consolidato di società obbligate a redigerlo secondo i principi contabili IAS/IFRS; b) le società che redigono il bilancio consolidato; c) le altre società.

L'unico divieto riguarda le società che possono redigere il bilancio in forma abbreviata ai sensi dell'articolo 2435-*bis* c. c.¹¹⁵ alle quali non è permesso redigere i bilanci secondo i principi IAS/IFRS.

Per l'ultima classe di società (e cioè quelle che non redigono consolidato e non sono incluse in un consolidato redatto secondo i principi IAS/IFRS) la facoltà di utilizzare i principi contabili internazionali era prevista a partire dall'esercizio individuato con un apposito decreto del Ministro dell'economia e del Ministro della giustizia.

La mancata emanazione del decreto aveva impedito di fatto finora a questa classe di imprese l'utilizzo della facoltà di redigere il bilancio d'esercizio secondo i principi IAS/IFRS.

Al fine di favorire "il percorso di conoscibilità e visibilità internazionale delle società che intendano, o anche solo non escludano, accedere al mercato dei capitali di rischio e il

¹¹³ Artt. 2, 3 e 4 del decreto legislativo n. 38/2005.

¹¹⁴ Un trattamento speciale è riservato alle imprese di assicurazione che redigono il bilancio consolidato secondo i principi contabili internazionali e redigono il bilancio d'esercizio secondo i predetti principi solo se hanno strumenti finanziari quotati e non redigono il consolidato.

¹¹⁵ Si tratta delle società le quali per due esercizi consecutivi non hanno superato due dei seguenti limiti: a) 4.400.000 euro di totale dell'attivo dello stato patrimoniale; b) 8.800.000 di ricavi delle vendite e delle prestazioni; c) 50 dipendenti occupati in media durante l'esercizio.

loro graduale adeguamento allo status di emittente quotato¹¹⁶, il decreto legge n. 91/2014 elimina il riferimento al predetto decreto.

Di conseguenza attualmente il sistema può essere così sintetizzato: tutte le società possono adottare in via facoltativa i principi contabili IAS/IFRS tanto per il bilancio consolidato quanto per il bilancio d'esercizio; permane il divieto di adottare i principi contabili IAS/IFRS solo per quelle società rientranti nei parametri per il bilancio abbreviato.

È da sottolineare che la scelta di adottare gli IAS/IFRS non è revocabile salvo che non ricorrano circostanze eccezionali¹¹⁷.

Il Direttore Generale

Micossi

¹¹⁶ Così la relazione al disegno di legge di conversione del decreto legge n. 91/2014.

¹¹⁷ Art. 4, comma 7, del decreto legislativo n. 38/2005.