

Roma, 11 aprile 2025

A TUTTE LE ASSOCIATE
- Loro Sedi -

NEWS - Rassegna stampa

RASSEGNA STAMPA_2025_15

OGGETTO: “Temi di interesse”

Si segnalano alle Associate i seguenti temi di interesse:

➤ **Antiriciclaggio Usa: sospeso il registro dei titolari effettivi**

Una marcia indietro che cambia lo scenario della trasparenza societaria negli Stati Uniti. Il 21 marzo scorso il *Financial Crimes enforcement network* (FinCEN) ha annunciato la rimozione dell’obbligo, introdotto poco più di un anno fa, di comunicare al registro centrale i dati sui beneficiari effettivi delle società statunitensi. La misura, che sospende di fatto l’applicazione del *Corporate transparency act* per i soggetti americani, è coerente con la nuova linea politica dell’amministrazione Trump, ispirata a una profonda revisione del sistema antiriciclaggio. «**Troppa burocrazia per le Pmi**» Il dipartimento del Tesoro, con un comunicato firmato dal segretario Scott Bessent, ha motivato la decisione come un intervento a tutela delle piccole e medie imprese, ritenute eccessivamente gravate da obblighi formali. Ma la lettura più ampia collegala scelta direttamente al *Project 2025: The conservative promise*, il manifesto programmatico elaborato dalla *Heritage foundation*, uno dei *think tank* conservatori più influenti di Washington. Nel documento – che supera le 900 pagine e ha ispirato molte delle prime misure del nuovo esecutivo – viene delineata una riforma radicale delle istituzioni federali e una strategia di deregulation estesa, con particolare enfasi sulla revisione del sistema antiriciclaggio. In tale ottica, l’abolizione degli obblighi di trasparenza per i beneficiari effettivi rappresenta un passaggio chiave. **Gli Usa «sistema non conforme»**. L’istituzione del registro centrale dei titolari effettivi era stata introdotta nel 2024 in risposta alle pressioni del *Financial action task force* (Fatf), che già nel 2016 aveva criticato duramente il sistema statunitense, giudicato «non conforme» rispetto agli standard internazionali in materia di trasparenza societaria. Il Cta (*Corporatetransparency act*) aveva colmato una storica lacuna del sistema americano, imponendo per la prima volta obblighi stringenti di comunicazione alle società domestiche ed estere. Ma la nuova norma in consultazione da parte del FinCEN prevede che solo le entità estere registrate per operare negli Usa siano soggette all’obbligo di comunicazione dei titolari effettivi. Le società costituite negli Stati Uniti – e i loro beneficiari, anche se cittadini stranieri – ne sarebbero esentate. Un ritorno, in sostanza, all’opacità del passato. Se da un lato il provvedimento è presentato come un gesto a favore della competitività e della semplificazione per le imprese americane, dall’altro rischia di compromettere l’efficacia del sistema di prevenzione dei reati finanziari, proprio nel momento in cui a livello globale si rafforza l’azione per contrastare i flussi illeciti e le strutture societarie schermate. **Il Project 2025 di Heritage foundation** Il messaggio che arriva da Washington è chiaro: meno vincoli, più autonomia. E il Project 2025, pubblicato dalla *Heritage foundation* in vista delle elezioni presidenziali e già riferimento politico della nuova amministrazione, contiene indicazioni molto esplicite sulla necessità di “riformare” – ovvero ridurre – le funzioni del FinCEN e l’impianto normativo dell’Aml statunitense. Proprio nel paragrafo dedicato al Tesoro si auspica la rimozione degli obblighi di trasparenza e una profonda revisione dei poteri dell’autorità di contrasto ai flussi illeciti. La decisione statunitense è destinata a creare frizioni anche con l’Unione europea, che con la nuova direttiva Aml sta rafforzando l’architettura

antiriciclaggio continentale, prevedendo un registro centralizzato europeo e obblighi stringenti per le imprese. Il rischio è quello di un disallineamento normativo tra i due blocchi, con ricadute sui meccanismi di cooperazione e sulle procedure di *due diligence* per gli operatori transatlantici. In attesa dell'entrata in vigore della norma definitiva, prevista entro fine anno, appare chiaro che gli Stati Uniti si stanno allontanando da un sistema multilaterale di lotta al crimine economico. Una scelta che, pur nel nome della semplificazione, potrebbe riaprire spazi a opacità e arbitraggi regolatori, in un contesto globale che richiederebbe, al contrario, più coordinamento e trasparenza.

Fonte: Antonio Martino Ernesto Carile, Il Sole 24 ore dell'8 aprile 2025

➤ **Per la responsabilità penale dei sindaci, soglia della colpa grave e valore delle buone prassi**

In un precedente contributo pubblicato su Eutekne.info (si veda del “La riforma della responsabilità dei sindaci impone una riflessione di sistema” del 25 marzo 2025), abbiamo evidenziato come la recente riforma dell'art. 2407 c.c. abbia codificato il principio di proporzionalità nel paradigma della responsabilità civile dei sindaci: al di fuori dei casi di dolo, il risarcimento dei danni causati dal cattivo esercizio dei doveri di vigilanza da parte del Collegio sindacale è ora limitato a un multiplo del compenso annuo percepito, secondo le scadenze prestabilite dal legislatore. Si tratta di una novità che pone fine a prassi distorte del passato, in cui i sindaci – spesso poco remunerati – venivano di fatto considerati i bersagli principali delle azioni risarcitorie in caso di dissesti aziendali. Se, da un lato, sarebbe erroneo tradurre questa innovazione in termini di equazione tra compenso percepito e impegno professionale atteso, giacché i doveri di vigilanza del sindaco restano quelli fissati dalla legge, indipendentemente dal compenso pattuito, dall'altro, la riforma impone, anzitutto, una seria riflessione su come assicurare che ai sindaci siano riconosciuti compensi adeguati all'importanza del dovere di controllo preteso dall'ordinamento, trasferendo il principio di proporzionalità anche sul terreno della remunerazione, incentivando le società a calibrare gli onorari riconosciuti (anche) all'organo di controllo in modo adeguato all'attività richiesta. Anche su questo aspetto abbiamo sottolineato come la legge sull'“equo compenso” presenti delle evidenti asimmetrie, tali da consentire alle società (e solo ad alcune, con buona pace dell'equità) di poter agire su questo fronte con la più ampia libertà che il potere contrattuale loro consente, senza incorrere in alcuna, corrispondente, sanzione, malgrado il legislatore affidi all'organo di controllo pregnanti doveri di garanzia a beneficio dell'intero sistema economico. Sul versante penale occorre interrogarsi circa la rilevanza che può assumere il principio di proporzionalità per la determinazione dei criteri di imputazione soggettiva delle condotte omissive dei sindaci. Difatti, se è ormai pacifico che la riforma non ha inciso sul contenuto della posizione di garanzia dei sindaci, il principio di proporzione impone di contenere l'intervento punitivo solo nei confronti delle violazioni che abbiano travalicato la soglia di tolleranza imposta dalla complessità dei compiti affidati all'organo di controllo. In quest'ottica, dovrebbero anzitutto assumere rilevanza penale solo le omissioni connotate da colpa grave, ossia da macroscopica trascuratezza dei doveri di controllo, in modo da avallare definitivamente un criterio di giudizio che trova sempre più consensi anche nella giurisprudenza di legittimità rispetto ai reati “fallimentari”. Le forze innovative della riforma, peraltro, consente di spingersi oltre, sino a escludere la colpa per imperizia nei confronti del sindaco che abbia applicato in modo ragionevole e adeguato al caso concreto le Norme di comportamento approvate dal CNDCEC, analogamente a quanto, *mutatis mutandis*, l'art. 590-sexies c.p. prevede per la professione sanitaria. Questa conclusione, infatti, appare l'unica coerente con il principio di ragionevolezza (art. 3 Cost.) e con la finalità rieducativa della pena (art. 27 Cost.), di cui il “neocodificato” principio di proporzione rappresenta l'inevitabile precipitato operativo. In altri termini, sembra ormai giunto il momento di riconoscere che, se il sindaco ha conformato il proprio operato alle linee guida della professione e alle prassi operative comunemente accettate, non può essere rimproverato (quantomeno non in sede penale) per non aver fatto “di più” o per non aver intuito qualcosa che andava oltre il rischio consentito da tali regole. Del resto, escludere la rilevanza

penale della colpa per imperizia in presenza di comportamenti coerenti con le buone prassi non significa abbassare la guardia, bensì premiare la professionalità e, in definitiva, incentivare l'innalzamento della qualità dell'attività di controllo. La riforma dell'art. 2407 c.c. offre, dunque, l'occasione per **riequilibrare in modo sistematico** i profili civilistici e penalistici della funzione di controllo societario, definendo con chiarezza i limiti dell'intervento punitivo e valorizzando il rispetto delle regole deontologiche come parametro di riferimento per giudicare la condotta del sindaco. Si tratta di un passo indispensabile per l'edificazione di un modello di responsabilità equilibrato e fondato sulla professionalità, in cui compensi, doveri e responsabilità (civili e penali) possono finalmente allinearsi in modo virtuoso.

Fonte: Massimo Boidi e Maurizio Riverditi, Eutekne.info dell'8 aprile 2025

➤ Niente carried interest senza rendimento minimo

Nell'ambito di un piano di incentivazione del management con emissione di azioni che danno diritto al carried interest che comporta la tassazione più calmierata delle rendite finanziarie (26%) in luogo di quella di lavoro dipendente ciò non è consentito se non si è verificata la postergazione dei diritti patrimoniali rafforzati rispetto all'hurdle rate spettante agli altri investitori. È questa la risposta a interpello 95/2025 delle Entrate. Nell'ambito di uno sviluppo aziendale per acquisizione di altre entità è stato deliberato un piano di incentivazione del management (cosiddetto Mip) mediante emissione di azioni con diritti patrimoniali rafforzati. Sono tali le azioni di classe C e D attribuite al management e all'amministratore delegato, che rappresentano l'1,48 per cento del patrimonio netto. Tali azioni hanno un lock up triennale, successivamente a questo vanno offerte in prelazione ai soci titolari delle azioni A e B, beneficiano del carried interest con clausole di leavership classiche. Il carried interest per i titolari di azioni C e D scatta in due casi: 1 a fronte di un evento di liquidità (cambio del controllo) che garantisce agli altri soci l'hurdle rate; 2 in assenza di questo, nel caso in cui la quota degli altri soci raggiunga un valore pari al capitale investito più un rendimento minimo prestabilito in funzione di un evento di liquidità che si materializza dopo 5 anni o, in assenza dell'evento di liquidità, se gli altri soci (A e B) in caso di cessione possano (ipoteticamente) conseguire un provento "implicito" pari al capitale investito più il rendimento minimo prestabilito. L'aspetto controverso, quindi, riguarda il fatto se il carried interest abbia natura finanziaria (agevolata) in assenza della postergazione rispetto all'hurdle rate spettante agli altri investitori, cioè nel caso in cui la remunerazione sussista solo in termini virtuali. La risposta delle Entrate è di chiusura. Vengono ribadite le condizioni normative in presenza delle quali (articolo 60 del DL 50/17) il carried interest riveste natura di reddito finanziario (esborso minimo dei manager pari all'1% dell'investimento complessivo, postergazione del carried interest rispetto all'hurdle rate, holding period quinquennale). In tali casi il carried interest avrà per legge natura finanziaria, altrimenti bisognerà sviluppare un'analisi caso per caso. Circa il requisito dell'hurdle rate (lettera b), il principio di diritto 5/19 ha chiarito che non basta che l'hurdle rate sia maturato, ma deve essere materialmente erogato agli altri soci per integrare la condizione di legge. Mettendo quindi assieme la mancata effettiva erogazione dell'hurdle rate e il lock up solo triennale (contro i 5 anni richiesti dalla norma agevolativa) viene concluso che in tali casi le azioni C e D danno diritto ad un carried interest che genera reddito di lavoro dipendente. Infine ci sono casi (quotazione, recesso) in cui i titolari delle azioni C e D possono ottenere dei proventi ordinari, parificati a quelli spettanti ai titolari di azioni ordinarie, sulla base di un valore di recesso stabilito da un esperto indipendente secondo i criteri dell'articolo 2437-ter del Codice civile. In tal caso, qualora il valore di recesso sia riconosciuto agli azionisti carried alle stesse condizioni degli altri azionisti, si è in presenza di redditi finanziari. Nella sostanza la risposta "chiude" alle forme di carried sintetico, che intende agevolare solo il management con forme implicite che non fanno monetizzare l'hurdle rate agli altri investitori. Infatti sembra conferire la natura di reddito finanziario solo ai casi di quotazione o recesso laddove la vendita delle azioni costituisce un reddito finanziario per tutti i soci.

Fonte: Alessandro Germani, *Il Sole 24 Ore* dell'11 aprile 2025

➤ **Pir fai da te, esenzione con la trasparenza per i fondi non compliant**

In un Pir «fai da te» è possibile utilizzare l'approccio look through per effettuare «investimenti qualificati» detenuti tramite fondi comuni d'investimento privi di per sé dei requisiti per essere considerati Pir compliant. La risoluzione 28/E del 2025 completa la casistica degli investimenti agevolabili in forma “indiretta” in base alla normativa sui piani di investimento a lungo termine (articolo 1, commi 100 e seguenti della legge 232/2016 e articolo 13, commi 2 e 2-bis, del DL 124 del 2019). Il quesito è posto da una società di gestione del risparmio presso la quale sono stati costituiti Pir in forma di rapporti di custodia e amministrazione in regime di risparmio amministrato (cosiddetti Pir «fai da te»). La Sfr chiede se sia possibile conferire nei Pir quote di fondi comuni alternativi (nella fattispecie istituiti all'estero) che investono esclusivamente in «strumenti finanziari qualificati» ma che non sono di per sé «Pir compliant» perché non rispettano i limiti di concentrazione previsti dalla legge. Ricordiamo che nel caso dei Pir cosiddetti «alternativi» gli investimenti qualificati sono quelli in strumenti finanziari emessi o stipulati con imprese italiane o residenti in Stati Ue o See, purché con stabile organizzazione in Italia; e in prestiti e crediti a tali imprese. Le imprese devono essere Non Ftse Mib e Non Ftse Mid Cap. L'agenzia delle Entrate (con le circolari 3/E del 2018; 19/E del 2021) ha già avuto occasione di confermare che, oltre agli investimenti «diretti», costituiscono «investimenti qualificati» anche quelli effettuati «indirettamente» attraverso Oicr Pir compliant che possono costituire essi stessi un Pir o essere immessi in un dossier Pir «fai da te». L'investimento indiretto può avvenire anche attraverso un «fondo di fondi». In questo caso, se l'investimento sottostante è costituito da fondi «non Pir compliant», per verificare se il «fondo di fondi» sia Pir compliant si deve adottare l'approccio look through ossia tener conto degli investimenti effettuati dai fondi sottostanti come se fossero stati fatti direttamente da fondo di fondi. Gli investimenti indiretti possono essere effettuati anche attraverso un veicolo (holding o Spv) istituito in Italia, nella Ue o in uno Stato See che investa esclusivamente in strumenti finanziari ammissibili («qualificati» o «non qualificati»). L'investimento attraverso veicoli assume rilevanza sia se effettuato da Oicr Pir compliant sia nell'ambito dei Pir «fai da te». Anche in questo caso si adotta un' approccio look through per la verifica del rispetto dei vincoli di investimento e del limite di concentrazione tenendo conto dell'effetto “demoltiplicativo” in funzione della quota di partecipazione del titolare del piano al veicolo. In questo schema generale è logico – come confermato dall'Agenzia – che il criterio del look through possa essere utilizzato anche per l'investimento in Oicr non Pir compliant operato nell'ambito di un Pir «fai da te», anche se si tratta di un caso non espressamente contemplato nelle circolari citate. È onere dell'intermediario che gestisce il Pir provvedere alla verifica di tutti i vincoli (di durata, importo, concentrazione, eccetera) previsti dalla normativa Pir in capo al singolo soggetto titolare del piano, i che presuppone un apposito accordo con il gestore dell'Oicr.

Fonte: Michela Folli Marco Piazza, *Il Sole 24 Ore* dell'11 aprile 2025

I migliori saluti.

La Segreteria



LF/cdr