

Paolo Guaragnella

PhD Università "L. Bocconi"

Fusioni transfrontaliere e profili di tutela degli azionisti di minoranza

1. Cosa guida le fusioni transfrontaliere?; 1.1. *Le diverse ricostruzioni teoriche*; 1.2. *I benefici dell'oligopolio competitivo*; 1.3 *Gli obiettivi delle fusioni transfrontaliere*; 1.4. *La creazione di valore*. 2. Il contesto giuridico in cui si inseriscono le fusioni transfrontaliere; 2.1. *Libertà di stabilimento: l'origine del dibattito*; 2.2. *Concorrenza tra ordinamenti à l'europea*; 2.3. *Le fusioni transfrontaliere quali modalità di esercizio della libertà di stabilimento*; 2.4. *La direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere*. 3. La protezione delle minoranze azionarie; 3.1. *Gli interessi coinvolti: l'interesse sociale*; 3.2. *segue: l'interesse particolare del socio*; 3.3. *La protezione dei soci di minoranza nell'ambito della Direttiva Fusioni*; 3.4. *L'Opportunità di tutele specifiche*; 3.5. *Gli strumenti di tutela delle minoranze: i rimedi reali*; 3.6. *segue: i rimedi obbligatori*; 3.7. *I rimedi di exit*; 3.8. *Considerazioni sul diritto di recesso*.

La protezione delle minoranze azionarie è una delle tematiche “classiche” del diritto commerciale; in questa sede, però, si cercherà di declinare l’indagine limitandone l’ambito alla fattispecie delle fusioni transfrontaliere, fenomeno di crescente interesse nel panorama economico, in particolare europeo.

Questo studio trae spunto dalla previsione di cui all’art. 4, comma 2, della direttiva 2005/56/CE¹ (“**Direttiva Fusioni**”), che attribuisce agli Stati Membri la possibilità di adottare disposizioni volte ad assicurare una protezione adeguata agli azionisti di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera. Analizzando quelli che sono gli strumenti attualmente a disposizione delle minoranze azionarie sia in Italia, sia in altri Paesi, cercheremo di individuare la soluzione legislativa più efficiente sulla base degli obiettivi di protezione che gli Stati intenderanno perseguire. Oggetto della ricerca saranno principalmente le società di grandi dimensioni sia perché di regola più interessate a svolgere attività di carattere transfrontaliero², sia perché è in relazione a tali società che le problematiche legate alla tutela delle minoranze si presentano con maggiore momento. Infatti, anche se la politica legislativa europea mira ad estendere i benefici del mercato unico anche alle società di piccole dimensioni³, allo

¹ Direttiva del Parlamento europeo e del Consiglio del 26 ottobre 2005, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali, pubblicata in G.U.C.E. n. L 310 del 25 novembre 2005, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2005:310:0001:01:IT:HTML>.

² Sebbene le piccole e medie imprese rappresentino il modello maggiormente diffuso in Europa (9 società su 10), a cui il legislatore ha pensato di rivolgersi per favorirne l’integrazione a livello comunitario, (vd. Raccomandazione 2003/361/CE del 6 maggio 2003; Commissione, Valorizzazione massima del potenziale d’occupazione, di crescita e di competitività delle PMI europee, proposta di decisione del Consiglio, adottata dalla Commissione il 20 marzo 1996, COM (1996) 98, pubblicata in GUCE C 156 del 31 maggio 1996), è presumibile anche nell’immediato futuro saranno le società di grandi dimensioni che già operino in più Stati che faranno ricorso ad operazioni di integrazione transfrontaliera.

³ Vd. la comunicazione della Commissione Europea, COM(2008), 394, “*Small Business Act*”; e la proposta di Regolamento del Consiglio relativo allo statuto della Società Privata Europea, COM(2008), 396, entrambe consultabili sul sito www.europa.eu.

stato attuale le fusioni transfrontaliere sono un fenomeno che coinvolge quasi esclusivamente società di grosso taglio⁴.

Facendo, però, un passo indietro, è opportuno inquadrare il fenomeno delle operazioni *cross-border* nel loro contesto economico e giuridico in Europa. Nel 2006, ossia prima che la crisi del 2008 si abbattesse sulle economie mondiali, le operazioni transfrontaliere di M&A rappresentavano il 78% degli investimenti stranieri in termini di valore (non di numero di operazioni)⁵, anche se di questa percentuale, solamente un 3% era ascrivibile alle fusioni in senso stretto, mentre il restante 97% all'acquisto di azioni di società straniere. Al contempo, però, veniva registrato un *trend* positivo del valore delle fusioni transfrontaliere, rispetto alle fusioni nazionali, in particolare in Europa⁶. In termini assoluti, nel 2005 l'attività di CBM&A ammontava a 716 miliardi di dollari, di cui il 40% era ascrivibile a Paesi dell'Unione Europea⁷, guidati dal Regno Unito che aveva investito circa 62 miliardi di sterline in società straniere⁸. Nel 2008, il valore complessivo dell'attività di M&A aveva addirittura superato i 1.000 miliardi di dollari. Sebbene questa crescita abbia vissuto un noto rallentamento nel biennio 2009-2010 - soprattutto in relazione agli investimenti diretti nei Paesi emergenti - nei primi mesi del 2011 è stato registrato un incremento del 58% dell'attività di *cross-border M&A* rispetto al medesimo periodo del 2010 e le possibilità che una nuova ondata di fusioni transfrontaliere - di carattere industriale - si verifichi nel futuro prossimo è stata da più parti paventata⁹.

⁴ Le piccole e medie imprese rappresentano circa il 99% delle società nell'Unione Europea, ciononostante solamente l'8% di queste opera al di fuori dei propri confini nazionali e solamente il 5% ha società controllate o *joint-venture* in altri Stati membri, dati reperibili sul sito www.europa.eu.

⁵ S. BRAKMAN – H. GARRETSEN – C. VAN MARREWIKJ, *Cross-border Mergers and Acquisitions: The Facts as a Guide for International Economics*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com. V. NOCKE – S. YEAPLE, *Cross-border mergers and acquisitions vs. greenfield foreign direct Investment: The role of firm heterogeneity*, in *J. Int'l Econ.*, 2007, pp. 336 ss., hanno studiato quali possano essere le cause che spingono un'impresa a decidere di investire in un Paese straniero attraverso attività di *Cross-border M&A* (“CBM&A”), anziché de localizzando, in parte, la produzione, giungendo alla conclusione che tale scelta è dettata dalle caratteristiche e dall'organizzazione produttiva dell'impresa e dall'eterogeneità della stessa (ossia la presenza di *asset* produttivi materiali e immateriali).

⁶ K. GUGLER – D.C. MUELLER – B.B. YURTOGLU – C. ZULEHNER, *The Effects of Mergers: an International Comparison*, in *Int'l J. Ind. Org.*, 2003, pp. 625, sulla base di un campione di 2.753 fusioni avvenute in tutto il mondo tra il 1981 e il 1998, hanno verificato che l'incidenza delle fusioni transfrontaliere, rispetto al numero complessivo, in Europa, era cresciuto dal 24,2% nel 1991-1992 al 39,8% nel 1997-1998; R. SCHOENBERG – L.M. SEOW, *Cross-border Acquisitions: A Comparative Analysis, working paper* presentato alla 47esima conferenza annuale della Academy of International Business, 2005. Vd. anche H.D. HOPKINS, *Cross-border Mergers and Acquisitions: Global and Regional Perspectives*, in *J. int'l Mgmt.*, 1999, pp. 207 ss.

⁷ Fonte: Thomson Financial; UNCTAD, *World Investment Report 2006: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, 2006, disponibile sul sito: http://unctad.org/en/docs/wir2006_en.pdf.

⁸ M.F. AHAMMAD – K.W. GLAISTER, *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Perspective of UK Firms*, 2010, disponibile sul sito www.ssrn.com, p. 1.

⁹ UNCTAD, *World Investment Report 2011*, disponibile sul sito <http://www.unctad-docs.org/files/UNCTAD-WIR2011-Chapter-I-en.pdf>.

Per una ricognizione del fenomeno delle “ondate di fusioni” in Europa vd. B.W. BLUNCK – J. BARTHOLDY – T. POULSEN, *What drives Private and Public Merger Waves in Europe?*, 2009, consultabile sul sito: www.ssrn.com; con riferimento al mercato statunitense, vd. M. LIPTON, *Merger waves in the 19th, 20th and 21st Centuries*, 2006, consultabile sul sito: [http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/\\$FILE/Merger%20Waves_Toronto_Lipton.pdf](http://osgoode.yorku.ca/media2.nsf/58912001c091cdc8852569300055bbf9/1e37719232517fd0852571ef00701385/$FILE/Merger%20Waves_Toronto_Lipton.pdf).

1. Cosa guida le fusioni transfrontaliere?

1.1. Gli studiosi hanno elaborato diverse teorie per individuare - a livello macroeconomico - le cause delle c.d. *merger waves* negli Stati Uniti, così come in Europa¹⁰, che possono essere riassuntivamente ricondotte a: (i) la c.d. teoria neo-classica; (ii) il *market-driven* e (iii) la c.d. teoria dei costi di agenzia.

(i) Secondo questa ricostruzione, le *merger waves* sarebbero determinate da esigenze industriali ed in particolare dai mutamenti del panorama economico. Lo strumento della fusione, infatti, risulta essere il metodo più semplice e conveniente per adeguare la struttura aziendale alle nuove esigenze di mercato¹¹. I controlli esterni e gli incentivi agli amministratori legati alle *performance* aziendali farebbero sì che il *management* persegua l'obiettivo della massimizzazione del valore delle partecipazioni sociali nel lungo periodo. Pertanto le operazioni societarie sarebbero orientate ad incrementare il valore della società in presenza di sinergie. Le "ondate" di fusioni, inoltre, si verificherebbero in seguito a "shock" economici globali, come ad esempio l'istituzione del mercato unico europeo¹². Ciò, però, non è di per sé sufficiente, essendo altresì necessario che vi sia nel mercato dei capitali una sufficiente liquidità, accompagnata da bassi costi di transazione che, generando un alto numero di operazioni, facilitino la crescita economica¹³.

(ii) L'approccio "orientato al mercato", invece, teorizza il ruolo determinante dei comportamenti - sovente irrazionali - degli investitori, che determinerebbero delle valutazioni delle società notevolmente distanti dal reale valore di mercato. Di conseguenza, le società (temporaneamente) sopravvalutate sarebbero spinte ad incorporare società il cui valore sia più coerente rispetto a quello reale e pertanto meno sovra-stimato. In altre parole, ai fini dell'acquisizione di un'impresa si utilizzerebbero titoli sopravvalutati, con evidente beneficio - in termini reali - per l'acquirente. Sebbene, infatti, il valore delle azioni della società incorporante diminuirebbe nel lungo periodo, adeguandosi al valore effettivo dell'impresa risultante dalla fusione, ciò nondimeno un decremento si sarebbe verificato in misura maggiore in assenza della transazione. Tale incremento di valore quindi avverrebbe a scapito degli azionisti della società incorporata che trasferirebbero parte del valore delle proprie azioni ai soci dell'incorporante.

(iii) La teoria dei c.d. costi di agenzia riconduce le *merger waves* agli incentivi riconosciuti agli amministratori per i risultati ottenuti nel breve termine legati alla crescita dell'azienda, nonché al

¹⁰ Negli ultimi 40 anni, le ondate europee (1987 - 1992 e 1995 - 2001) sono sempre conseguite a quelle americane (1983 - 1989 e 1993 - 2000) e forse per questo sono state oggetto di minori attenzioni da parte di coloro che si sono occupati del fenomeno.

¹¹ Si veda, *inter alia*, J.F. WESTON, *Mergers & Acquisitions as Adjustment Process*, in *Journal of Industry, Competition and Trade*, 2001, p. 395.

¹² B.W. BLUNCK - J. BARTHOLDY - T. POULSEN, *What drives Private and Public Merger Waves in Europe?*, 2009, consultabile sul sito: www.ssrn.com. Con riferimento al mercato Americano, vd. R. BRUNER, *Applied Mergers & Acquisitions*, 2003; M.L. MITCHELL - J.H. MULHERIN, *The Impact of Industry Shocks on Takeover and Restructuring Activity*, in *J. Fin'l Econ.*, 1996, pp. 193 ss. Nel settore bancario, ad esempio, l'incremento delle operazioni di M&A negli ultimi vent'anni è stato determinato dal mutamento dello scenario internazionale dove il progresso tecnologico, la deregolamentazione e la maggiore tendenza verso l'integrazione dei mercati, hanno favorito l'insorgere di una sempre maggiore concorrenza. Lo sviluppo tecnologico, in particolare dell'informatica e delle telecomunicazioni, ha portato un grande cambiamento nel settore. Il grande aumento della velocità dell'elaborazione e della telecomunicazione dell'informazione ha permesso di ridurre i costi di transazione, di sviluppare nuove tecniche di gestione del rischio, di offrire una sempre più vasta gamma di servizi e prodotti finanziari ad un numero crescente di clienti in aree geografiche più vaste superando i vincoli della presenza fisica sul territorio e garantendo la possibilità di entrare in nuovi mercati, cfr. P. ANGELINI - N. CETORELLI, *The Effect of Regulatory Reform on Competition in Banking Industry*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹³ J. HARFORD, *What Drives Merger Waves?*, in *J. Fin'l Econ.*, 2005, pp. 530 ss.

desiderio degli stessi di “costruire un impero” per l'accrescimento del prestigio personale e per garantirsi una base remunerativa più consistente anche per il futuro. Questa teoria implica necessariamente una sostanziale libertà del *management* nel compiere autonomamente operazioni straordinarie e corrispondentemente una mancanza di controlli esterni sull'operato in questione, postulando, però, a differenza delle altre ricostruzioni precedentemente illustrate, una probabile distruzione di valore nel lungo periodo¹⁴.

1.2. In ottica di mercato, da studi teorici e pratici¹⁵ emergerebbe che l'oligopolio sia la struttura che più si avvicina in termini di efficienza e di risultati alla concorrenza perfetta. Quest'ultima - che ipotizza un'allocazione efficiente delle risorse per la quale (i) il prezzo di un bene è uguale al costo marginale della sua produzione e (ii) l'offerta è uguale alla domanda - si fonda, però, su assunti puramente teorici, *i.e.* che nel mercato di riferimento vi sia omogeneità perfetta dei prodotti, assenza di barriere all'ingresso (e quindi di costi iniziali), inesistenza di economie di scala e simmetria informativa tra venditori e acquirenti su tutte le condizioni di mercato: prezzi, condizioni di vendita, qualità dei prodotti etc. In altre parole, il modello *de quo* ipotizza un mercato caratterizzato dalla presenza di una molteplicità di piccole imprese, nessuna delle quali in grado di influenzare le condizioni di mercato. L'oligopolio, invece, produrrebbe economie di scala e di gamma e che permetterebbero una riduzione dei prezzi di vendita. La pressione esercitata dalle imprese concorrenti stimolerebbe, inoltre, l'innovazione e la ricerca al fine di ottenere vantaggi rispetto ai concorrenti. Stante quanto sopra, è evidente che le concentrazioni (ricorrendo alla terminologia propria del diritto della concorrenza) costituiscano lo strumento più agevole per il raggiungimento della dimensione ottimale delle imprese verso l'obiettivo di creare oligopoli competitivi. Le operazioni di concentrazione non sono però immuni da rischi poiché l'effetto più diretto ed immediato prodotto dalle stesse è “il venir meno della concorrenza tra le imprese partecipanti”¹⁶. La funzione delle autorità *antitrust* è, però, proprio quella di controllare e vietare le operazioni abusive che possano produrre l'effetto di restringere la concorrenza in un mercato¹⁷.

1.3. Dal punto di vista dell'analisi microeconomica del fenomeno, l'obiettivo ultimo di una società acquirente/incorporante nell'ambito di una fusione è quello di generare un maggiore flusso di cassa, scontato del tasso di rischio¹⁸. Ciò si può realizzare o attraverso la creazione di sinergie mediante fusione con imprese concorrenti (integrazioni orizzontali)¹⁹, operanti a diversi livelli della catena produttiva, ad es. produttore e distributore (integrazioni verticali)²⁰, ovvero attive in mercati collegati,

¹⁴M.C. JENSEN, *Agency Costs of Overvalued Equity*, in *Financial Management*, 2005, p. 5 ss.

¹⁵ U. SCHWALBE – D. ZIMMER, *Law and Economics in European Merger Control*, 2009, p. 26 ss.; A. PAPPALARDO, *Il diritto comunitario della concorrenza*, 2007, pp. 11 ss., il quale sottolinea la necessità che gli oligopolisti si comportino da rivali; X. VIVES, *Oligopoly pricing: old ideas and new tools*, 1999, p. 90 ss.; M.K. PERRY – R.H. PORTER, *Oligopoly and the Incentive for Horizontal Merger*, in *American Econ. Rev.*, 1985, pp. 219 ss.

¹⁶ Così gli “Orientamenti relativi alla valutazione delle concentrazioni orizzontali a norma del regolamento del Consiglio relativo al controllo delle concentrazioni tra imprese”, pubblicati in GUCE n. C 031 del 05/02/2004, n. 24.

¹⁷ Si registra comunque un tendenziale *favor* da parte della Commissione Europea nel valutare le operazioni di concentrazione: dal 21 settembre 1990 (data di entrata in vigore del Regolamento CE) e al 31 gennaio 2010, su 4293 operazioni notificate, solo 20 (pari al 0,465%) non hanno ricevuto l'autorizzazione e in 4 casi l'Autorità ha disposto la riconduzione alla situazione ante-fusione; dati disponibili sul sito <http://ec.europa.eu/competition/mergers/statistics.pdf>.

¹⁸ E.L. MILLER JR., *Mergers and Acquisitions: a step-by-step legal and practical guide*, 2008, p. 8.

¹⁹ In questo caso l'obiettivo è quello di ottimizzare i canali distributivi, ridurre il numero dei concorrenti, aumentare il margine di reddito (attraverso la riduzione/ottimizzazione dei costi fissi, la CREAZIONE di economie di scala o di gamma, lo sfruttamento di vantaggi industriali quali *know-how*, marchi e brevetti), incrementare il patrimonio sociale, ridistribuire il capitale in eccesso.

²⁰ In quest'ipotesi un'impresa produttrice può mirare a ridurre il rischio di dipendenza dai propri fornitori o vice-versa, rendere più sicuro l'approvvigionamento o lo smercio dei prodotti, ridurre i costi di *outsourcing*.

ma non in rapporto di concorrenza attuale o potenziale (integrazioni conglomerati)²¹ ²². Le fusioni possono altresì avere natura per così dire finanziaria ed essere inquadrare in un'operazione più ampia, ovvero possono semplicemente conseguire ad un'operazione eseguita "a leva" in cui la fusione ha l'unica funzione di trasferire sulla *target* il debito contratto dalla società costituita appositamente per acquisire il controllo della stessa (*merger leveraged buy-out*). In quest'ultima ipotesi, la valutazione di profittabilità dell'operazione si baserà sulla rimborsabilità del debito attraverso i flussi di cassa generati dalla *target*, e cioè sulla possibilità che il rapporto tra capitale e debito possa ulteriormente essere ridotto senza vanificare le prospettive reddituali dell'impresa. Una fusione potrà altresì avere la funzione di razionalizzare la struttura di un gruppo societario, accorciando la "catena di controllo" in funzione di un più diretto pagamento dei dividendi agli effettivi beneficiari e di una più rapida circolazione dei flussi finanziari nell'ambito del gruppo. Ulteriori ragioni possono essere individuate nell'esigenza di ottimizzare l'allocatione delle risorse finanziarie attraverso l'assorbimento delle eccedenze di liquidità di un'azienda e la compensazione con il *deficit* dell'altra, ovvero di migliorare la struttura finanziaria grazie alla riduzione del capitale di terzi e l'aumento del rendimento del capitale proprio. Infine, una fusione può avere come obiettivo il perseguimento dell'efficienza fiscale, ma quest'ultima tematica esula dai propositi e dall'economia del presente studio.

A livello transfrontaliero il panorama si arricchisce di ipotesi, che tendenzialmente divergono in base al contesto geografico; è stato infatti notato che il fenomeno della "incorporazione" in una società di uno Stato diverso può avere propositi diversi a seconda che si abbia a riferimento il mercato statunitense o quello comunitario²³. In quest'ultimo caso, fanno ricorso al "mercato delle regole" società di piccole dimensioni, con un azionariato a base ristretta e che non sono di regola contendibili. Gli elementi che sembrano guidare gli amministratori nella scelta di un altro paese comunitario in ossequio alla cui legge incorporare la propria società sono elementi per così dire "di costo": la differente disciplina che regola il capitale sociale minimo, la lunghezza e i relativi costi di un processo di iscrizione della società in un nuovo ordinamento, le spese relative alla *compliance* alle discipline speciali dei mercati regolamentati, dei titoli mobiliari e dei regimi fiscali, i costi legali²⁴. Di contro, negli Stati Uniti l'incorporazione in una società di uno Stato distinto rispetto a quello di origine avviene sovente in una fase successiva della vita della società (si parla infatti di *reincorporation*), quando ormai, cioè, questa ha raggiunto delle dimensioni in termini di compagine azionaria e di volume d'affari rilevanti, al principale scopo di poter beneficiare di una legislazione più idonea ai sopravvenuti interessi della data impresa²⁵. Nello specifico, la *State Corporate law* del Delaware si caratterizza per essere particolarmente efficace nell'attrarre investitori, per il fatto di essere una legislazione chiara, supportata dall'esperienza e dalla

²¹ Le concentrazioni conglomerati permettono, dal lato dell'offerta, di ridurre i costi marginali allorché permettano di produrre beni complementari, e dal lato della domanda di ridurre i costi di transazione acquisendo un insieme di prodotti complementari²¹

²² M.A. HITT – J.S. HARRISON – R.D. IRELAND, *Mergers and Acquisitions: A Guide to Creating Value for Stakeholders*, 2001, pp. 12 ss.; A. PAPPALARDO, (nt. 15), pp. 561 ss.

²³ M. VENTORUZZO, "Cost-based" and "Rule-based" Regulatory competition: Markets for Corporate Charters in the U.S. and the EU, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁴ Per un'analisi approfondita, vd. M. BECHT, C. MAYER, H.F. WAGNER, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

²⁵ La grande maggioranza delle società americane (più del 50% delle società quotate e il 63% di quelle del segmento "Fortune 500" del New York Stock Exchange) di grandi dimensioni è incorporata nello Stato del Delaware, dando vita così al c.d. "effetto Delaware"; dati consultabili sul sito: <http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>; per un commento vd. *ex multis* L.A. BEBCHUK – A. COHEN, *Firms' Decision Where to Incorporate*, in *J. L. Econ.*, 2003, pp. 383 ss.; cfr. L.S. BLACK JR., *Why Corporations Choose Delaware*, 2007, disponibile sul sito http://corp.delaware.gov/whycorporations_web.pdf, (ultima visita: settembre 2010); R. DAINES, *The Incorporation Choices of IPO Firms*, in *N.Y.U. L. Rev.*, 2002, pp. 1571 ss.

prevedibilità delle decisioni dei tribunali locali, e poiché garantisce un'ampia libertà di azione agli amministratori²⁶.

Ulteriori fattori determinanti una fusione transfrontaliera possono essere individuati nella possibilità di un più rapido (e meno traumatico) ingresso in un mercato straniero²⁷. Normalmente un'impresa che intenda promuovere i propri prodotti all'estero deve affrontare resistenze culturali, legali e istituzionali, con conseguenze notevoli sulle tempistiche²⁸ e la profittabilità dell'operazione. Una fusione con un *player* locale permetterebbe, invece, di evitare questi inconvenienti. Una fusione transfrontaliera potrebbe anche essere spinta dall'esigenza di diversificazione di un gruppo imprenditoriale, in quanto potrebbe permettere di vendere (nuovi) prodotti in nuovi mercati²⁹, fare arbitraggio normativo³⁰, beneficiare del tasso di cambio monetario, dei vantaggi competitivi³¹, o di regimi fiscali maggiormente favorevoli³². Sono stati indicati, quali obiettivi di una *cross-border merger*, anche l'acquisizione di *asset* immateriali, tecnologie, risorse umane, marchi, nonché di dividendi³³. Le

²⁶ Le richiamate ragioni dell'*appeal* della legislazione del Delaware rappresentano una *summa* tra due contrapposte correnti di pensiero le quali prospettano rispettivamente un c.d. "race to the top" o un c.d. "race to the bottom". Secondo quest'ultima, proprio al fine di attrarre capitali, gli Stati federali sarebbero portati a promuovere una disciplina di favore nei confronti degli amministratori (ossia coloro che di fatto scelgono in quale Stato incorporare la società), a detrimento degli azionisti, riducendo progressivamente le garanzie a tutela di questi ultimi, cfr. W.L. CARY, *Federalism and Corporate Law: Reflections Upon Delaware*, in *Yale L.J.*, 1974, p. 663. Questa visione del fenomeno, però, è contestata dagli studiosi che invece pongono il problema in termini opposti: una legislazione troppo favorevole per il *management* aumenterebbe i rischi per gli investitori che quindi sarebbero maggiormente riluttanti ad investire capitali - sia di rischio sia di debito - e ciò comporterebbe per la società un aumento del costo del capitale e una diminuzione dei profitti. La ricerca empirica sembra avvalorare quest'ultima posizione secondo la quale la competizione tra legislazioni statali innescherebbe un meccanismo virtuoso per gli operatori economici, cfr. R. ROMANO, *The Genius of Corporate Law*, 1993. Per un approfondimento vd. *infra*. E' in ogni caso un dato di fatto che i Chancery del Delaware hanno maturato una notevole esperienza nel campo del diritto societario e ciò rende la Court of Chancery (corte specificamente dedicata alle controversie societarie) un foro altamente sofisticato e specialistico per la risoluzione delle controversie, anche in termini di celerità del giudicato; a tal riguardo vd. J.E. FISCH, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, in *U. Cin. L. Rev.*, 2000, p. 1061.

²⁷ G. DATTA – D. PUIA, *Cross-border acquisitions: an examination of the influence of relatedness and cultural fit on shareholder value creation in US acquiring firms*, in *Mgmt. Int'l Rev.*, 1995, pp. 337 ss.; X. MARTIN – A. SWAMINATHAN – W. MITCHELL, *Organizational evolution in the interorganizational environment: incentives and constraints on international expansion strategy*, in *Adm. Sc. Quat.*, 1998, pp. 566 ss.; UNCTAD, *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, 2000, disponibile sul sito: http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf; K. SHIMIZU – M. HITT – D. VAIDYANATH – V. PISANO, *Theoretical Foundations of Cross-border Mergers and Acquisitions: A Review of Current Research and Recommendations for the Future*, in *J. Int'l Mgmt.*, 2004, pp. 307 ss. Si pensi, ad esempio, all'operazione Heineken – Cruzcampo mediante la quale la prima intendeva beneficiare del sistema di distribuzione sul territorio spagnolo della seconda, senza doverne sviluppare uno proprio.

²⁸ J.F. HENNART – Y.R. PARK, *Greenfield versus acquisition: the strategy of Japanese investors in the United States*, in *Mgmt. Sc.*, 1993, pp. 1054 ss.; E. BIGI, *La Commissione Europea lancia una consultazione per individuare e combattere gli ostacoli esistenti alle fusioni ed acquisizioni transfrontaliere nel settore dei servizi finanziari*, in *Le Società*, 2005, pp. 788 ss.; vd. anche B.R. HOETZEL, *Cultural Impact on Cross-border Acquisitions: A Critical Review of the Literature*, 2005, disponibile sul sito http://www.i3g.hs-heilbronn.de/attach/BenjaminHötzel/Cultural_Impact_in_Cross-Border_Acq_012005.pdf.

²⁹ S. SUDARSANAM, *The Essence of Mergers and Acquisitions*, 1995, pp. 13 ss.; G.M. VASCONCELLOS – R.J. KISH, *Cross-border Mergers and Acquisitions: The European – US Experience*, in *J. Multin'l Fin'l Mgmt.*, 1998, pp. 431 ss.; A. SETH – K.P. SONG – R. PETTIT, *Synergy Managerialism or Hubris? An Empirical Examination of Motives for Foreign Acquisitions of U.S. Firms*, in *J. Int'l Bus. Studies*, 2000, pp. 387 ss.; cfr. anche R. MORCK – B. YEUNG, *Why Firms Diversify: Internalization vs. Agency Behavior*, 1998, disponibile sul sito www.ssrn.com.

³⁰ M. MANCHIN, *Determinants of Cross-border Mergers and Acquisitions*, 2004, disponibile sul sito http://europa.eu.int/comm/economy_finance, (ultima visita: agosto 2010).

³¹ J.P. NEARY, *Cross-border Mergers as Instruments of Comparative Advantage*, 2007, disponibile sul sito <http://www.economics.ox.ac.uk/Members/peter.neary/papers/pdf/crossbor.pdf>, (ultima visita: agosto 2010).

³² A livello comunitario, questo aspetto è stato ulteriormente agevolato dalla direttiva 2005/19/CE del Consiglio del 17 febbraio 2005 che modifica la direttiva 90/434/CEE relativa al regime fiscale comune da applicare alle fusioni, alle scissioni, ai conferimenti d'attivo ed agli scambi d'azioni concernenti società di Stati membri diversi. Il provvedimento comunitario, infatti, mira ad abolire la doppia tassazione in caso di una delle summenzionate ipotesi.

³³ N. KANG – S. JOHANSSON, *Cross-border Mergers and Acquisitions: Their Role in Industrial Globalisation*, 2000, disponibile sul sito www.oecd.org.

altre motivazioni, proprie anche delle fusioni nazionali sono: l'incremento della quota di mercato, avere accesso a particolari tecnologie, incrementare il valore del *management* e creare sinergie³⁴.

1.4. Concludendo questa panoramica relativa al fenomeno delle fusioni transfrontaliere, è opportuno sottolineare che studi empirici hanno dimostrato che tali operazioni hanno contribuito alla creazione di valore per gli azionisti, in particolare per quelli della società *target*³⁵.

2. Il contesto giuridico in cui si inseriscono le fusioni transfrontaliere

2.1. La Direttiva Fusioni, sebbene abbia lasciato irrisolte diverse problematiche connesse alle fusioni transfrontaliere, ha avuto il merito di colmare una lacuna legislativa³⁶ che, nelle more dell'intervento legislativo, era stata affrontata dalla giurisprudenza della CGCE in alcune celebri decisioni. Tali decisioni traevano spunto dall'interpretazione del principio di libertà di stabilimento sancito dagli articoli 49 e 54 (ex 43 e 48 TCE) del Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea ("TFUE") che vietano agli Stati Membri di adottare restrizioni all'esercizio effettivo di una attività economica mediante insediamento di uno stabilimento primario o mediante apertura di agenzie, succursali e filiali sul territorio di tale Stato da parte di società costituite conformemente alla legge di un altro Stato Membro, salvo che tali restrizioni non superino il c.d. "test di Gebhard"³⁷. Le due fattispecie che hanno originariamente stimolato le riflessioni dei giudici comunitari circa l'interpretazione del suddetto

³⁴ Vd. M.F. AHAMMAD – K.W. GLAISTER, *Motives for Cross-border Mergers and Acquisitions: Perspective of UK Firms*, 2010, disponibile sul sito www.ssrn.com; J.F. WESTON – S. WEAVER, *Mergers and Acquisitions*, 2001, pp. 23 ss.

³⁵ G. ANDRADE – M. MITCHELL – E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, 2001, disponibile sul sito www.ssrn.com; J.M. CAMPA – I. HERNANDO, *Shareholder Value Creation in European M&As*, disponibile sul sito http://www.blackwellpublishing.com/pdf/EUFM_campa.pdf, (ultima visita: agosto 2010), secondo i quali i benefici di una fusione sarebbero mediamente a vantaggio della società *target* e quasi nulli per l'acquirente; cfr. anche I. FEITO-RUIZ – S. MENÉNDEZ-REQUEJO, *Cross-border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environments*, 2009, disponibile sul sito <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/345.pdf>, (ultima visita: agosto 2010), nel quale si mostra, invece, come le fusioni transfrontaliere siano maggiormente profittevoli, per gli azionisti della società acquirente, rispetto alle fusioni nazionali; C.S. EUN – R. KOLODNY – C. SHERAGA, *Cross-border Acquisitions and Shareholder Wealth: Test of the Synergy and Internalization Hypotheses*, in *J. Bank. Fin.*, 1996, pp. 1559 ss.; S. SUDARSANAM – P. HOLL – A. SALAMI, *Shareholder Wealth Gains in Mergers: Effect of Synergy and Ownership Structure*, in *J. Bus. Fin. Acc.*, 1996, pp. 673 ss., i quali analizzano anche la possibile tensione tra azionisti e *managers* per quanto concerne l'allocazione del valore creato tra l'acquirente e la *target*; P.G. SAVOR – QI LU, *Do Stock Mergers Create Value for Acquirers?*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com. Alle medesime conclusioni sono giunti anche S. GUO – E.S. HOTCHKISS – W. SONG, *Do Buyouts (Still) Create Value?*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com, con riferimento alla peculiare modalità di acquisizione con indebitamento che è il *leveraged buy-out*; *cui adde* G. ANDRADE – S.N. KAPLAN, *How Costly is Financial (not Economic) Distress? Evidence from Highly Leveraged Transactions that Became Distressed*, in *J. Fin.*, 1998, pp. 1443 ss.

³⁶ L'*iter* che ha portato all'approvazione della Direttiva Fusioni è stato alquanto travagliato ed ha trovato il maggior elemento di disaccordo tra gli Stati Membri nel tema relativo alla partecipazione dei lavoratori di matrice tedesca. Una prima proposta era stata presentata dalla Commissione già nel 1984, per essere tuttavia ritirata definitivamente nel 2001. A seguito, però, dell'approvazione del Regolamento 2157/2001 e della direttiva 2001/86/CE relativi alla Società Europea e che per la prima volta contenevano una disciplina concordata circa la partecipazione dei lavoratori, la Commissione, nel 2003, ha presentato una nuova proposta di direttiva sulle fusioni transfrontaliere, approvata nell'ottobre del 2005. Per un ripasso storico si veda E. BIGI, *Fusioni transfrontaliere: adottata una disciplina quadro a livello europeo che faciliterà i merger transfrontalieri tra le società di capitali di diversi Stati membri*, in *Le Società*, 2006, p. 123.

³⁷ Il nome è dato dalla sentenza che con più chiarezza di altre ha esplicitato i requisiti che le restrizioni alla libertà di stabilimento devono soddisfare per poter risultare giustificate in base all'art. 52 TFUE (ex art. 46 TCE): motivi di ordine pubblico, di pubblica sicurezza e di sanità pubblica. Devono inoltre ricorrere quattro condizioni: le restrizioni devono applicarsi in modo non discriminatorio, essere giustificate da motivi imperativi di interesse pubblico, essere idonee a garantire il conseguimento dello scopo perseguito e non andare oltre quanto necessario per il raggiungimento di questo; cfr. sentenza del 31 marzo 1993, causa C-19/92, Kraus, in *Raccolta*, p. I-1663, punto 32; sentenza del 30 novembre 1995, causa C-55/94, Gebhard, in *Raccolta*, p. I-4165, punto 37.

principio sono state il riconoscimento delle società straniere³⁸ e il trasferimento della sede all'estero. Con riferimento a quest'ultimo punto si è affermato che in un mercato comune di impronta liberistica, le società commerciali dovrebbero godere di una libertà totale di trasferire la propria sede³⁹. In tale solco si inseriscono le sentenze Centros⁴⁰, Überseering⁴¹ e Inspire Art⁴²⁻⁴³ che hanno sostanzialmente affermato l'esistenza del diritto di scegliere liberamente la *lex societatis* meno severa per la costituzione di una società che operi nel contesto del mercato unico, senza che ciò costituisca di per sé un abuso⁴⁴. Non è necessario pertanto alcun elemento di estraneità della fattispecie se non l'*optio legis* operata dai soci, quale esercizio di una libertà direttamente derivante dal Trattato e quindi azionabile di fronte ai

³⁸ Per un'analisi del fenomeno, vd. C. ANGELICI, *Appunti sul "riconoscimento" delle società costituite all'estero*, 1982; G. COSCIA, *Il riconoscimento delle società straniere*, 1984. A livello comunitario, si era tentato con la Convenzione di Bruxelles del 29 febbraio 1968 (in *Boll. CE, Suppl.*, n. 2/1969, pp. 2 ss.) di disciplinare uniformemente il fenomeno, ma il provvedimento non fu mai adottato per le resistenze espresse al tempo dall'Olanda, la quale temeva che potessero crearsi contrasti tra le norme dettate dalla Convenzione e il proprio diritto internazionale privato, cfr. A. SANTA MARIA, *La convenzione CEE sul reciproco riconoscimento delle società e persone giuridiche*, in *Il diritto delle società nella Comunità Economica Europea*, 1975.

³⁹ T. BALLARINO, *Sulla mobilità delle società nella comunità Europea*, in *Riv. soc.*, 2003, p. 669.

⁴⁰ Sentenza del 9 marzo 1999, causa C-212/97, Centros Ltd (in seguito "**Centros**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. Il caso nasceva dal rifiuto da parte delle autorità danesi dell'iscrizione di una succursale di una società con sede principale in Inghilterra. Le ragioni del rifiuto risiedevano nella circostanza che la sede principale era stata individuata artatamente (senza che vi si svolgesse attività commerciale alcuna) al solo fine di eludere le norme danesi relative al capitale sociale minimo (la legge n. 886 del 21 dicembre 1991 prevedeva, al tempo della controversia, la liberazione di un capitale minimo, fissato in 200.000 DKR). La CGCE ha dichiarato che la prassi danese costituiva un ostacolo all'esercizio delle libertà sancite nel TCE, aggiungendo che "il fatto che una società non svolga alcuna attività nello Stato membro in cui essa ha la sede e svolga invece le sue attività unicamente nello Stato membro della sua succursale non è sufficiente a dimostrare l'esistenza di un comportamento abusivo e fraudolento, che consenta a quest'ultimo Stato membro di negare a tale società di fruire delle disposizioni comunitarie relative al diritto di stabilimento" (punto 29 della sentenza).

⁴¹ Sentenza del 5 novembre 2002, causa C-208/00, Überseering BV (in seguito "**Überseering**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. Origine del ricorso alla CGCE era stato il mancato riconoscimento della personalità giuridica, valutata, secondo l'ordinamento tedesco, sulla base del diritto del luogo della sede effettiva, di una società olandese da parte dei giudici tedeschi. Il diritto tedesco, infatti, prevedeva che, per acquistare la personalità giuridica, la società, che svolgeva quasi integralmente la propria attività in Germania, si ricostituisse conformemente al relativo ordinamento. Le conclusioni della CGCE sono state che "il rifiuto, da parte di uno Stato membro, di riconoscere la capacità giuridica di una società costituita conformemente al diritto di un altro Stato membro nel quale ha la sede sociale per il motivo, in particolare, che la società avrebbe trasferito la sede effettiva nel suo territorio in seguito all'acquisto della totalità delle quote sociali da parte di cittadini di questo Stato membro che vi risiedono, con la conseguenza che la società non può, nello Stato membro ospitante, stare in giudizio per difendere i diritti derivanti da un contratto, salvo ricostituirsi secondo il diritto di questo Stato, costituisce una restrizione alla libertà di stabilimento incompatibile, in via di principio, con gli artt. 43 CE e 48 CE" (punto 82 della sentenza).

⁴² Sentenza del 30 settembre 2003, causa C-167/01, Inspire Art Ltd (in seguito "**Inspire Art**"), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. In Olanda esisteva una legge sulle "società formalmente straniere" (WFBV) che imponeva alle società di capitali, aventi personalità giuridica, costituite conformemente ad un diritto diverso da quello olandese, oneri ulteriori - relativi alla pubblicità, al capitale minimo sottoscritto, nonché alla responsabilità solidale degli amministratori in caso di mancato adeguamento alle disposizioni - rispetto alle società nazionali. La CGCE si è espressa in questi termini: "occorre concludere che gli artt. 43 CE e 48 CE ostano ad una normativa nazionale, come la WFBV, che subordini l'esercizio della libertà di stabilimento a titolo secondario in tale Stato membro, da parte di una società costituita secondo il diritto di un altro Stato membro, a determinate condizioni, relative al capitale minimo e alla responsabilità degli amministratori, stabilite dal diritto nazionale per la costituzione di società".

⁴³ Per un'analisi maggiormente approfondita delle pronunce si rinvia a M.S. SIEMS, *Convergence, Competition, Centros, Conflicts of Law: European Company Law in the 21st Century*, in *Eur. L. Rev.*, 2002, pp. 47 ss.; M.E. KIENINGER, *The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and US Compared*, in *German L. J.*, 2004, pp. 741 ss.; J.C. DAMMAN, *Freedom of Choice in European Corporate Law*, in *Yale J. Int'l L.*, 2004, pp. 477 ss.; T. BALLARINO, *From Centros to Überseering: EC Right of Establishment and the Conflicts of Laws*, in *Y.B. Private Int'l L.*, 2002, pp. 203 ss.; S. LOMBARDO, *Libertà di stabilimento e mobilità delle società in Europa*, in *Nuova Giur. civ. comm.*, 2005, II, pp. 353 ss.; A. DELLA CHA, *Companies Right of establishment and the Centros judgement of the European Court of Justice*, in *Dir. Comm. int.*, 2000, pp. 925 ss.

⁴⁴ Così chiaramente sentenza Centros, (nt. 62), punto 27: "il fatto che un cittadino di uno Stato membro che desideri creare una società scelga di costituirla nello Stato membro le cui norme di diritto societario gli sembrano meno severe e crei succursali in altri Stati membri non può costituire di per sé un abuso del diritto di stabilimento. Infatti, il diritto di costituire una società in conformità alla normativa di uno Stato membro e di creare succursali in altri Stati membri è inerente all'esercizio, nell'ambito di un mercato unico, della libertà di stabilimento garantita dal Trattato".

giudici nazionali⁴⁵. La CE appare dunque “neutra” rispetto a qualunque criterio internazionalprivatistico di individuazione della *lex societatis*⁴⁶, che rimane nella piena disponibilità di ciascuno Stato Membro⁴⁷.

⁴⁵ Nel caso Centros, infatti, tutti gli elementi erano riconducibili alla Danimarca: nazionalità e residenza dei soci, attività della società etc. La scelta di costituire una società inglese, che avesse una succursale in Danimarca, aveva il solo scopo di eludere l'applicazione della normativa scandinava in tema di capitale minimo. Ciò aveva portato il governo danese ad affermare che si trattava di una situazione puramente interna e quindi non soggetta alle norme del TCE. Tali considerazioni, però, come noto, sono state respinte dalla Corte.

Questo ampliamento dell'autonomia privata è stata considerata come funzionalmente sostitutiva della mobilità in quanto opzione meno gravosa sotto il profilo economico. In tal modo, infatti, gli operatori economici potrebbero ridurre i costi transattivi legati alla natura transfrontaliera dell'operazione e prevenire i rischi di eventuali andamenti negativi del mercato straniero di destinazione, vd. H. MUIR-WATT – L.G. RADICATI DI BROZOLO, *Party Autonomy and Mandatory Rules in a Global World*, 2004, disponibile sul sito www.bcpress.com.

⁴⁶ Le teorie maggiormente diffuse in Europa per l'individuazione della legge applicabile alle società adottano i criteri di collegamento dell'incorporazione e della sede reale. La teoria dell'incorporazione permette ai fondatori di una società di scegliere liberamente il sistema giuridico che essi ritengono più appropriato, indipendentemente dal contesto geografico in cui la società opera. Secondo, invece, il concorrente approccio, la società sarà regolata dall'ordinamento nel cui territorio si trova la sede effettiva della stessa, vd. F. MOSCONI – C. CAMPIGLIO, *Diritto internazionale privato e processuale*, 2006, 2, pp. 43 ss.; E. WYMEERSCH, *The Transfer of the Company's Seat in European Company Law*, 2003, disponibile sul sito www.ssrn.com; N. ROTHE, *Freedom of Establishment of Legal Persons within the European Union: An Analysis of the European Court Decision in the Überseering Case*, in *Am. U. L. Rev.*, 2004, pp. 1103 ss.; H.C. HIRT, *Freedom of Establishment, International Company Law and the Comparison of European Company Law System after the ECJ's Decision in Inspire Art Ltd.*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, pp. 1189 ss.; B. ANCEL – Y. LEQUETTE, *Les arrêts de la jurisprudence française de droit international privé*, 2001; T. BALLARINO, *La società per azioni nella disciplina internazionalprivatistica*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), IX, 1994, pp. 22 ss.; G. PETRELLI, *Lo stabilimento delle società comunitarie in Italia*, in *Riv. Not.*, 2004, pp. 343 ss. F.M. MUCCIARELLI, *Company “emigration” and EC freedom of establishment: Daily Mail revisited*, in *Eur. Bus., Org. L. Rev.*, 2008, pp. 267 ss.

⁴⁷ Così l'Avvocato Generale Colomer, nelle conclusioni del 4 dicembre 2001, caso Überseering, punti 40 e 42. Il rapporto tra diritto internazionale privato e diritto comunitario ha vissuto diverse stagioni: inizialmente esso era caratterizzato dalla bilateralità dei rapporti tra gli Stati membri. La materia dei conflitti di legge, infatti, era inizialmente esterna, anche se non estranea, all'ordinamento comunitario. L'art 293 TCE forniva la base giuridica per stipulare accordi tra gli Stati membri della CE nelle materie contemplate, ma nulla impediva agli stessi soggetti di concludere sul piano internazionale altri trattati per disciplinare materie non previste da detto articolo. Con il trattato di Maastricht il d.i.p. è stato ricompreso nel terzo pilastro dell'Unione Europea, in una sfera intergovernativa. In tale sfera era contemplata l'adozione degli atti previsti per quel pilastro, ivi comprese le “convenzioni terzo pilastro” dotate di caratteri specifici sia per l'entrata in vigore che per la competenza della corte di giustizia. Infine con il trattato di Amsterdam, la materia è stata “comunitarizzata”, passando al primo pilastro, seppure con una disciplina un po' ibrida che si potrebbe definire “semi-comunitaria” o “semi-intergovernativa”. La comunitarizzazione, proseguita con il trattato di Nizza, ha comportato diverse conseguenze, fra cui la progressiva trasformazione degli strumenti convenzionali in atti comunitari, la generale sottoposizione al controllo della Corte e l'applicabilità dei principi dell'ordinamento comunitario (art. 65, lett. b), TCE), vd. L.S. ROSSI, *L'incidenza dei principi del diritto comunitario sul diritto internazionale privato: dalla “comunitarizzazione” alla “costituzionalizzazione”*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2004, pp. 63 ss.; C. FOCARELLI, *Lezioni di diritto internazionale privato*, 2005, pp. 7 ss.; G. BETLEM – E. HONDIUS, *European Private Law after the Treaty of Amsterdam*, 2001, disponibile sul sito <http://www.southampton.ac.uk/law/research/europelaw/gb01.pdf>, (ultima visita: agosto 2010); F. POCAR, *La comunitarizzazione del diritto internazionale privato: una European Conflict of Laws devolution?*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2000, pp. 873 ss. In virtù di tale processo, pertanto, la CE sarà legittimata ad intervenire sul tema del diritto internazionale privato adottando provvedimenti quali direttive e regolamenti (vd. ad es. il regolamento CE n. 593/2008 del Parlamento europeo e del Consiglio del 17 giugno 2008, sulla legge applicabile alle obbligazioni contrattuali). Per un'analisi dell'influenza esercitata dal diritto comunitario sul diritto internazionale privato, vd. L.G. RADICATI DI BROZOLO, *L'influence sur les conflits de lois des principes de droit communautaire en matière de liberté de circulation*, in *Rev. Critique*, 1993, pp. 401 ss.; e con particolare riferimento al d.i.p. delle società, M.V. BENEDETTELLI, *Diritto internazionale privato delle società e ordinamento comunitario*, in *Diritto internazionale privato e diritto comunitario*, P. PICONE (a cura di), 2004, p. 205 ss. Non sembra, invece, corretta la teoria di chi interpreta l'art. 48 TCE come una norma di conflitto che rinvierebbe integralmente, per l'individuazione della *lex societatis*, al diritto dello Stato membro nel quale la società abbia, indistintamente, la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro principale di attività, S. MECHELLI, *Libertà di stabilimento per le società comunitarie e diritto societario dell'unione europea*, in *Riv. dir. comm.*, 2000, II, pp. 121 ss. Sembra, invece, preferibile la posizione di chi sostiene che l'art. 48 TCE individui semplicemente quali siano le società beneficiarie della libertà di stabilimento comunitaria, vd. M.V. BENEDETTELLI, *Libertà comunitarie di circolazione e diritto internazionale privato delle società*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2001, pp. 576 ss.; F. CARUSO, *Le società nella Comunità economica europea*, 1969, pp. 79 ss.; F. CAPOTORTI, *Il diritto di stabilimento delle società nel Trattato istitutivo della Comunità economica europea*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 1965, pp. 5 ss. *Contra*, M. GESTRI, *Mutuo riconoscimento delle società comunitarie, norme di conflitto nazionali e frode alla legge: il caso Centros*, in *Riv. dir. int.*, 2000, pp. 76 ss.; E. WYMEERSCH, *Centros: A Landmark Decision in European Company Law*, relazione presentata al convegno su *The Delaware Effect – The Race to the Bottom in European Law?*, organizzato dal Centre of European Legal Studies, dell'Università di Cambridge, 13 novembre 1999. Per un'analisi complessiva dei vari aspetti che

Tale facoltà dovrà comunque essere esercitata nel rispetto dei principi “costituzionali” di sussidiarietà e dell’*effet utile* propri del diritto comunitario⁴⁸ (quest’ultimo gerarchicamente superiore al diritto nazionale⁴⁹): una norma di conflitto non è contraria di per sé al Trattato, data la competenza dei legislatori nazionali in materia, ma possono essere dichiarati illegittimi i risultati della sua applicazione. E’ stato affermato che “il controllo comunitario ha luogo dopo la determinazione del diritto applicabile e riguarda il risultato dell’applicazione, il diritto materiale, se si vuole, piuttosto che il metodo seguito per giungervi”⁵⁰.

L’ultima pronuncia della CGCE in materia di libertà di stabilimento, la sentenza Cartesio⁵¹, affronta sia la questione del trasferimento della sede, sia della c.d. trasformazione internazionale. Essa conferma che “Uno Stato membro dispone [pertanto] della facoltà di definire sia il criterio di collegamento richiesto a una società affinché essa possa ritenersi costituita ai sensi del suo diritto nazionale e, a tale titolo, possa beneficiare del diritto di stabilimento, sia quello necessario per continuare a mantenere detto status”. Al contempo, però, in un *obiter dictum* (tale in quanto non strettamente necessario a dirimere la questione pregiudiziale)⁵², la Corte afferma che la libertà di stabilimento attribuisce alle società comunitarie il diritto a mutare statuto personale e a “trasformarsi” in una società di altro Stato Membro, cosicché il Paese d’origine non può imporre la liquidazione e lo scioglimento di tale società⁵³. Sarà, però, necessario che lo Stato d’approdo permetta l’operazione senza richiedere la ricostituzione della società.

caratterizzano l’intervento comunitario in materia di d.i.p. delle società vd. M.V. BENEDETTI, *Connecting factors, principles of coordination between conflict systems, criteria of applicability: three different notion for a “European Community private international law”*, in *Dir. Un. Eur.*, 2005, pp. 421 ss.

⁴⁸ Sentenza del 3 luglio 1974, causa 91/74, Casagrande, in *Raccolta*, 1974, p. 779, punto 6; sentenza del 25 luglio 1991, causa C-221/89, Factortame, in *Raccolta*, 1991, p. I-3905, punto 14; sentenza del 14 febbraio 1995, causa C-279/93, Schumacker, in *Raccolta*, 1995, p. I-225, punto 21; sentenza del 7 luglio 1992, causa C-369/90, Micheletti, in *Raccolta*, 1992, p. I-4239, punto 10. Cfr. M.V. BENEDETTI, *Il giudizio di eguaglianza nell’ordinamento giuridico delle Comunità Europee*, 1989, pp. 166 ss.

⁴⁹ Il principio del primato del diritto comunitario, intrinsecamente correlato a quello dell’*effet utile*, non è contemplato nei trattati CE e UE, ma è di creazione giurisprudenziale: vd. CGCE, sentenza del 15 luglio 1964, causa 6/64, Flaminio Costa, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:61964J0006:IT:HTML>. Con riferimento al diritto internazionale privato vd. A. BONOMI, *Le norme imperative nel diritto internazionale privato*, 1988, p. 131, nt. 148.

⁵⁰ T. BALLARINO, (nt. 39), p. 684, il quale richiama sul tema, anche se con riferimento ad un caso di cittadinanza rilevante ai fini dell’esercizio di una professione medica, C. KOHLER, *Travaux du Comité français de droit international privé 1993/1995*, 1996, p. 73.

⁵¹ Sentenza del 16 dicembre 2008, causa C-210/06, Cartesio Oktató és Szolgáltató bt (“**Cartesio**”), disponibile sul sito www.curia.europa.eu. Un tribunale ungherese rifiutava la richiesta della società ungherese Cartesio di trasferire la propria sede in Italia, pur continuando ad essere regolata dalla legge d’origine. La CGCE ha affermato che “gli artt. 43 CE e 48 CE devono essere interpretati nel senso che non ostano alla normativa di uno Stato membro che impedisce ad una società costituita in forza del diritto nazionale di tale Stato membro di trasferire la propria sede in un altro Stato membro conservando al contempo il suo status di società soggetta al diritto nazionale dello Stato membro a norma della cui legislazione è stata costituita”.

⁵² In realtà, la struttura del rinvio pregiudiziale impone di considerare l’affermazione della Corte quale indicazione circa la corretta interpretazione della libertà di stabilimento, vd. P. MANZINI - F.M. MUCCIARELLI, *Rivoluzione Cartesiana? La fine del vincolo necessario tra società e legislazione nazionale*, disponibile sul sito www.associazionepreite.it/scritti/mucciarelli004.php, (ultima visita: settembre 2010).

⁵³ Per un’analisi della confusione che si è venuta a creare circa il termine ungherese “székhely”, tradotto come *operational Headquarters* dall’Avvocato Generale Maduro e come *registered office* (sede statutaria) nella versione originale in inglese del quesito pregiudiziale, vd. V. KOROM – P. METZINGER, *Freedom of Establishment for Companies: the European Court of Justice confirms and refines its Daily Mail Decision in the Cartesio Case C-210/06*, in *ECFR*, 2009, pp. 134 ss. La questione è stata sbrigativamente risolta dalla CGCE, la quale ha affermato che, analizzando la decisione di rinvio da parte del giudice ungherese, emergeva che intenzione della società era di trasferire la sede effettiva e non la sede sociale, vd. sentenza Cartesio, (nt. 51), punti 47-49. L’incertezza terminologica è comunque un problema che caratterizza l’intero dibattito relativo al trasferimento della sede nell’ambito del mercato unico, vd. F.M. MUCCIARELLI, *Seat’s transfer and the State of Origin-imposed limits to companies’ mobility*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com.

2.2. Dall'analisi delle pronunce della CGCE relative alla libertà di stabilimento è possibile enucleare un *favor* nei confronti della c.d. “concorrenza tra ordinamenti”, espressamente affermato, tra l'altro, con riferimento al caso Centros⁵⁴, ancorché sembrerebbe opportuno affiancare a tale fenomeno un'attività di armonizzazione delle legislazioni nazionali⁵⁵, onde evitare un effetto, quantunque puramente teorico, di deterioramento del diritto societario dei Paesi Membri (“race to the bottom”)⁵⁶, come *expressis verbis* sancito dall'art. 50 TFUE (ex art. 44 TCE), in particolare alla lettera g), che indica la cooperazione per rendere equivalenti le garanzie che sono richieste alle società per proteggere gli interessi dei soci e dei terzi come uno degli strumenti per realizzare la libertà di stabilimento⁵⁷. Una corsa verso il basso delle legislazioni nazionali è comunque difficilmente verificabile tenuto conto delle caratteristiche strutturali del contesto europeo, anche in relazione agli Stati Uniti. Nel contesto dell'Unione Europea l'arbitraggio regolamentare viene sfruttato soprattutto in fase di *start-up* della società per evitare le norme relative al capitale minimo o ad altri fattori di costo⁵⁸. E' evidente che un capitale sociale minimo di – ipotizziamo – 120.000 euro non rappresenti un reale ostacolo per una società di grandi dimensioni o addirittura quotata. Questa considerazione è dimostrata anche da uno studio quantitativo sulle società di nuova costituzione in Gran Bretagna⁵⁹. Pertanto i soci che non condividano la scelta della *lex societatis* potranno

⁵⁴ L'Avvocato Generale La Pergola ha affermato nelle proprie conclusioni: “[...] in assenza di armonizzazione, insomma, è la concorrenza tra sistemi normativi («*competition among rules*») a dover avere libero gioco, anche in materia societaria”, (punto 20).

⁵⁵ Vd. G.B. PORTALE, “Armonizzazione” e “concorrenza” tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. giur.*, 2003, pp. 96 ss.; E. WYMEERSCH, *Centros: A Landmark Decision in European Company Law*, 1999, p. 18, disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁵⁶ Il dibattito ha avuto origine negli Stati Uniti, prendendo il nome di “effetto Delaware” dallo Stato presso il quale la grande maggioranza delle società americane di grandi dimensioni decidono di incorporarsi (più del 50% delle società quotate e il 63% di quelle del segmento “Fortune 500” del New York Stock Exchange, vd. <http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>). Sebbene vi siano tutt'ora sostenitori e detrattori della libertà di scegliere la *lex societatis* anche in un momento successivo alla costituzione della società, i dati scientifici sembrano smentire chi individua in tale potere degli amministratori un rischio per gli azionisti, nella forma di un degrado delle garanzie a loro tutela cfr. W.L. CARY, (nt. 26), p. 663. Uno studio basato sul Tobin's Q quale indice di rilevazione del valore delle società, ha infatti dimostrato che le imprese incorporate nel Delaware valevano maggiormente (2-3%) rispetto ad imprese comparabili incorporate in altri Stati (R. DAINES, *Does Delaware law improve firm value?*, 2000, disponibile sul sito www.ssrn.com; R. ROMANO, *The Genius of Corporate Law*, 1993. G. SUBRAMANIAN, *The Disappearing Delaware Effect*, 2002, disponibile sul sito www.ssrn.com, sostiene che tale effetto sia cessato, o quanto meno ridotto significativamente, a partire dal 1996). E' in ogni caso un dato di fatto che i Chancellor del Delaware hanno maturato una notevole esperienza nel campo del diritto societario e ciò rende la Court of Chancery (corte specificamente dedicata alle controversie societarie) un foro altamente sofisticato e specialistico per la risoluzione delle controversie, anche in termini di celerità del giudicato; a tal riguardo vd. J.E. FISCH, *The Peculiar Role of the Delaware Courts in the Competition for Corporate Charters*, in *U. Cin. L. Rev.*, 2000, p. 1061; R. ROMANO, *Law as a Product: Some Pieces of the Incorporation Puzzle*, in *J. L. Econ. & Org.*, 1985, pp. 225 ss. O. BAR-GILL – M. BARZUZA – L.A. BEBCHUK, *The Market for Corporate Law*, in *J. Inst'l Theo. Econ.*, 2006, pp. 134 ss. Cfr. W.J. CARNEY – B.G. SHEPHERD, *The Mystery of Delaware Law's Continuing Success*, in *U. Ill. L. Rev.*, 2009, pp. 1ss.

⁵⁷ J. WOUTERS, *European Company Law: Quo vadis?*, in *Common Mkt. L. Rev.*, 2000, pp. 269 ss. Questo approccio è esplicitamente criticato in L. ENRIQUES, *The Uneasy Case for Top-Down Corporate Law Harmonization in the European Union*, 2006, disponibile sul sito www.ssrn.com. Secondo l'A., la mancanza di un reale rischio di una corsa *vers le bas* delle legislazioni nazionali rende prematuro, allo stato attuale di sviluppo del mercato unico, l'imposizione di regole uniformi, oltre che essere estremamente oneroso; inoltre contesta l'assunto in virtù del quale il legislatore comunitario sarebbe più adatto, rispetto ai singoli legislatori nazionali, a prevenire eventuali fallimenti del mercato

⁵⁸ M. VENTORUZZO, (nt. 23), disponibile sul sito www.ssrn.com, pp. 7 ss. In altre parole, i soci andrebbero alla ricerca del Paese membro nel quale i costi per costituire una società siano più bassi, tipicamente la Gran Bretagna, dove è possibile completare l'operazione rapidamente, *on-line* e rispettando formalità minime, sebbene esistano delle differenze sostanziali a seconda del Paese di provenienza, cfr. M. BECHT – L. ENRIQUES – V. KOROM, *Centros and the Cost of Branching*, 2009, disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁵⁹ M. BECHT, C. MAYER, H.F. WAGNER, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 2007, disponibile sul sito www.ssrn.com. La Ltd. britannica si propone, infatti, di essere il tipo societario di riferimento in un ipotetico Delaware europeo, come suffragato anche dall'incremento del ricorso a tale forma societaria in Europa: tra il 2003 e il 2006 sono state costituite oltre 67.000 *private limited companies* in Gran Bretagna provenienti da altri ordinamenti e principalmente da Germania, Francia, Olanda e Norvegia. Per avere un'idea della portata del *trend* si consulti il sito www.go-limited.de, nel quale si offre un pacchetto per costituire una società soggetta all'ordinamento britannico, evitando così di rispettare le rigide

non sottoscrivere il contratto societario e anche qualora la società deliberi un cambiamento in una fase successiva, come tipicamente avviene negli Stati Uniti allorché la società abbia raggiunto determinate dimensioni, molti ordinamenti europei offrono strumenti specifici di protezione come, ad esempio, il diritto di recesso⁶⁰. Senza considerare le differenze significative che ancora caratterizzano gli ordinamenti europei (contrariamente ai *Law Statute* dei singoli Stati federali americani i quali presentano palmari profili di omogeneità). Inoltre, obiettivo dell'Unione Europea è una crescita armoniosa e attenta alle prerogative degli *stakeholders*⁶¹; in particolare, l'attività legislativa della Comunità è sempre stata orientata alla tutela dei soggetti deboli, come recentemente testimoniato anche dalla direttiva 2007/36/CE, relativa all'esercizio di alcuni diritti degli azionisti di società quotate⁶². Negli Stati Uniti, invece, l'impianto di *governance* societaria è orientato alla massimizzazione del valore delle partecipazioni degli azionisti⁶³. Una armonizzazione, pur sempre nel rispetto delle specificità nazionali, è auspicabile altresì per (i) la necessità, per realizzare un mercato unico, che gli operatori economici possano contare su regole simili per agevolare gli scambi commerciali (c.d. standardizzazione); (ii) garantire la certezza del diritto nelle operazioni intra-comunitarie. Tali esigenze si manifestano ogniqualvolta ci si trova ad operare a livello transfrontaliero, allorché le differenze tra gli ordinamenti coinvolti possono rappresentare un ostacolo in grado di compromettere il buon esito di un'operazione.

2.3. In questo contesto si inseriscono inevitabilmente le fusioni transfrontaliere considerato che esse rappresentano una delle principali modalità a disposizione delle società per modificare l'ordinamento di appartenenza (e quindi la *lex societatis*) attraverso l'incorporazione in una società straniera⁶⁴. Sulla base di questa considerazione, la CGCE, nella sentenza *Sevic*⁶⁵, ha affermato che una fusione *cross-border* può essere ritenuta una modalità di esercizio della libertà di stabilimento⁶⁶, intesa come possibilità di partecipare, in maniera stabile e continuativa, alla vita economica di un altro Stato membro. Il portato della sentenza era stato estremamente importante in quanto in passato le operazioni di fusioni tra

norme tedesche in tema di responsabilità degli amministratori, di capitale sociale minimo (25.000 euro per una GmbH, a fronte di 1,4 per una Ltd.) e di co-gestione.

⁶⁰ Presupposto di una effettiva competizione tra ordinamenti è la possibilità per le società di trasferire liberamente la propria sede e scegliere/modificare la *lex societatis* a fronte di costi sostanzialmente esigui (c.d. *sunk/switch costs*).

⁶¹ Tra gli obiettivi dell'UE si fa menzione di: "promuovere un progresso economico e sociale e un elevato livello di occupazione e pervenire a uno sviluppo equilibrato e sostenibile" (art. 2 del Trattato dell'Unione Europea).

⁶² Direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio dell'11 luglio 2007, pubblicata in GUCE L 184 del 14 luglio 2007, disponibile sul sito www.eur-lex.eu.

⁶³ R. KRAAKMAN – J. ARMOUR - P. DAVIES – L. ENRIQUES - H.B. HANSMANN – G. HERTIG – K. HOPT – H. KANDA – E.B. ROCK, *Anatomy of Corporate Law: A Comparative and Functional Approach*, 2009. Per un'analisi in chiave storica vd. W. LAZONICK – M. O'SULLIVAN, *Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance*, 2000, disponibile sul sito https://greenchemistry.uml.edu/centers/CIC/Research/Lazonick_Research/Older_Research/Business_Institutions/maximizing%20shareholder%20value.pdf.

⁶⁴ M. VENTORUZZO, *Cross-border Mergers, Change of Applicable Corporate Law and Protection of Dissenting Shareholders: Withdrawal Right under Italian Law*, pp. 4 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com.

⁶⁵ Sentenza del 13 dicembre 2005, causa C-411/03, *Sevic System AG*, (in seguito "**Sevic**"), punto 19, disponibile sul sito www.curia.europa.eu. La causa verteva intorno al rifiuto del registro delle imprese tedesco di iscrivere una fusione tra una società locale (la *Sevic*) e una società lussemburghese (la *Security Vision Concept SA*, "**SVC**"). Il rifiuto era conseguenza dell'applicazione alla fattispecie dell'art. 1 della legge nazionale sulla trasformazione di società (*Umwandlungsgesetz*). Tale norma, così come interpretata dal tribunale, prevedeva la possibilità di (trasformazione mediante) fusione solamente per i soggetti giuridici con sede nel territorio nazionale e mancando, invece, una norma analoga che regolasse le fusioni transfrontaliere, queste erano considerate vietate. La Corte d'appello di Coblenza, di fronte la quale era stata impugnata la sentenza di rigetto del Tribunale di primo grado di Neuwied, rinviava alla CGCE la questione pregiudiziale circa la compatibilità della norma applicata con la libertà di stabilimento garantita dagli artt. 43 e 48 TCE.

⁶⁶ Sentenza *Sevic*, (nt. 65), punto 19, in cui si afferma inoltre che le fusioni transfrontaliere "rispondono alle esigenze di cooperazione e di raggruppamento di società stabilite in Stati membri differenti".

società di diversi Paesi membri erano estremamente complesse ed in diversi casi persino irrealizzabili⁶⁷. Ciò aveva spinto gli operatori economici ad architettare operazioni alternative per ottenere risultati analoghi: ad esempio, la creazione di un Gruppo Economico di Interesse Europeo⁶⁸ o di una Società cooperativa europea⁶⁹; la liquidazione di una società e il conferimento, in sede di liquidazione, dei beni ad una società di nuova costituzione o preesistente nel Paese di arrivo⁷⁰; la costituzione di un *trust*⁷¹; la creazione di una *joint-venture*⁷²; o altre complicate costruzioni societarie⁷³. Lo strumento che maggiormente si prestava a tale scopo era in origine la SE⁷⁴, la quale oggi, dopo un iniziale scetticismo, sembra stia prendendo piede⁷⁵.

2.4. Nel contesto precedentemente descritto, è stata approvata la Direttiva Fusioni, la quale ha aggiunto un tassello alla c.d. “Strategia di Lisbona”, la quale mira a fare dell’Unione Europea l’economia più competitiva del mondo⁷⁶. Ciononostante, si sono levate alcune voci isolate che consideravano il provvedimento “ridondante” a seguito dell’interpretazione fornita dalla Corte di Giustizia delle Comunità Europee del principio di libertà di stabilimento sancito dagli articoli 43 e 48 TCE. La libertà

⁶⁷ Ad esempio, le legislazioni, così come interpretate localmente, di Germania, Austria, Olanda, Grecia, Danimarca e Regno Unito (per quest’ultima cfr. le *Sections* 425-427 A e la *Schedule* 15 B del *Companies Act* 1985) non permettevano le fusioni transfrontaliere. In Francia e Belgio sembravano ammesse solo le fusioni transfrontaliere “in entrata”. Gli unici ordinamenti che apparivano liberali sul tema sembravano essere quello italiano, spagnolo e portoghese. Per una rassegna vd. A. PRETO – C. DESOGUS, *La direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere di società di capitali*, in *Cont. Imp. Europ.*, 2006, pp. 235 ss.; cfr. anche J.C. DAMMANN, *Freedom of Choice in European Corporate Law*, in *Yale J. Int’l L.*, 2004, pp. 489 ss., il quale sottolinea la generale incertezza sotto il profilo giuridico di una tale operazione.

⁶⁸ Regolamento CEE n. 2137/85 del Consiglio, del 25 luglio 1985, relativo all’istituzione di un gruppo europeo di interesse economico, pubblicato in GUCE L 199 del 31 luglio 1985, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:31985R2137:IT:HTML>. Tale strumento risulta però menomato rispetto ad una fusione in quanto è uno strumento di cooperazione tra imprese, (i cui patrimoni rimarranno pertanto separati), a cui è precluso l’esercizio di nuove attività.

⁶⁹ Regolamento CE n. 1435/2003 del Consiglio, del 22 luglio 2003, relativo allo statuto della Società cooperativa europea, pubblicato in GUCE L 207 del 18 agosto 2003, disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32003R1435:IT:HTML>.

⁷⁰ Questa soluzione è evidentemente inefficiente per la società, vd. sentenza *Sevic*, (nt. 65), punto 21, secondo la quale, richiamando le conclusioni dell’Avvocato Generale, punto 47, la fusione “costituisce una tecnica efficace di trasformazione societaria in quanto consente, nel quadro di un’unica operazione, di esercitare una data attività in forme nuove e senza soluzione di continuità, riducendo pertanto notevolmente le complicazioni, i tempi ed i costi associati a forme alternative di raggruppamento societario, quali quelle che comportano, ad esempio, lo scioglimento di società con liquidazione del patrimonio e successiva costituzione di una nuova società con trasmissione a quest’ultima di singoli elementi del patrimonio”. Cfr. G. MARASÀ, *Nuovi confini delle trasformazioni e delle fusioni nei contratti associativi*, in *Riv. dir. civ.*, 1994, II, pp. 311 ss.; E. WERLAUFF, *The Law of the European Company*, 2003, pp. 6 ss.

⁷¹ M.M. SIEMS, *The European Directive on Cross-border Mergers: An International Model?*, in *Colum. J. Eur. L.*, 2005, pp. 167 ss., p. 181.

⁷² H. TRENDELENBURG, *Cross-Border Mergers: Problems and Solutions*, in *Int’l Bus. Law.*, 2002, p. 71.

⁷³ Ad esempio, nell’operazione Daimler/Chrysler, era stata costituita la Daimler/Chrysler AG in Germania la quale lanciò un’offerta pubblica di scambio sulle azioni di Daimler-Benz AG e Chrysler Corp. per poi fondersi con la Daimler-Benz AG. Al termine dell’operazione la Chrysler Corp. risultava controllata al 100% dalla Daimler/Chrysler AG, vd. N. FERGUSON, *Daimler-Chrysler: A Sign of the Times*, in *Int’l Fin’l L. Rev.*, 1998, pp. 33 ss.; D.E. LOGUE – J.K. SEWARD, *Anatomy of a Corporate Transformation: The Case of Daimler-Benz*, in *L. Cont. Prob.*, 1999, pp. 87 ss.; B.W. JOHNSON, *German Corporate Culture in the Twenty-First Century: The Interrelation between the End of Germany, Inc. and Germany’s Corporate Capital Gains Tax Reform*, in *Minn. J. Global Trade*, 2002, pp. 81 ss.

⁷⁴ Una delle modalità di formazione di una SE è, per l’appunto, una fusione (transfrontaliera), artt. 17 ss. del Regolamento SE. Tale modalità di costituzione di una SE, insieme alla trasformazione, rappresenta l’85% del totale dei casi.

⁷⁵ Vd. G. BALP, *Sul crescente ricorso alla Società Europea quale forma di esercizio dell’impresa a carattere europeo secondo un recente studio tedesco*, in *Riv. soc.*, 2008, pp. 606 ss., la quale richiama un’indagine condotta da un istituto tedesco dalla quale emergerebbe un incremento, nel periodo intercorrente tra il marzo 2007 e gennaio 2008, del numero di SE da 74 a 130, di cui il 45,7% risulta essere rappresentato da società tedesche.

⁷⁶ http://www.europarl.europa.eu/summits/lis1_it.htm, in particolare, al punto 14 si afferma che “La competitività e il dinamismo delle imprese dipendono direttamente da un contesto normativo propizio all’investimento, all’innovazione e all’imprenditorialità”.

di stabilimento è proprio il fondamento della Direttiva Fusioni⁷⁷, che mira ad eliminare gli ostacoli di natura giuridico-amministrativa alla realizzazione di fusioni tra società di Stati membri differenti, in virtù di una necessità di cooperazione e raggruppamento nel contesto del mercato unico⁷⁸. Come espressamente sancito dalla CGCE, le operazioni di fusioni transfrontaliere costituiscono particolari modalità di esercizio della libertà di stabilimento e, sulla scorta della medesima pronuncia, gli Stati membri non potranno opporsi ad una fusione tra società di diversi Stati comunitari che abbiano altresì la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno della Comunità. Al contempo, però, la Direttiva Fusioni non si limita a trasporre tale principio, bensì fissa delle regole applicative relative al procedimento di fusione; l'intervento del legislatore comunitario risulta pertanto tutt'altro che pleonastico⁷⁹. La Direttiva Fusioni è volta a facilitare la realizzazione di fusioni transfrontaliere, data la necessità di cooperazione e raggruppamento tra le società di Stati membri diversi, al fine di garantire il completamento e il funzionamento del mercato unico⁸⁰. L'atto comunitario non ha quindi solamente la funzione di impedire che tali operazioni siano vietate; tale divieto era stato già sancito, come visto, dalla CGCE con la sentenza *Sevic*. La direttiva mira altresì a rimuovere attivamente gli ostacoli e le restrizioni che potrebbero rendere maggiormente difficoltoso il ricorso a questa fattispecie di operazione straordinaria. I due provvedimenti, uno di natura giurisprudenziale e l'altro di natura legislativa, devono essere letti in chiave armonica ed in una prospettiva di complementarità⁸¹. Ulteriore corollario è la piena operatività del provvedimento della Corte sino all'effettiva implementazione della Direttiva Fusioni da parte degli Stati membri. L'orientamento liberale comunitario sembra derivare, oltre che da un maggiore riconoscimento della libertà di stabilimento, anche dall'aver compreso l'importanza che le fusioni transfrontaliere ricoprono in un'economia moderna. Risultati di studi empirici testimoniano che il valore creato per gli azionisti in caso di fusioni transfrontaliere è maggiore rispetto all'ipotesi di fusioni domestiche⁸². Inoltre dalla medesima ricerca discende che, sulla base di una valutazione comparatistica tra diversi ordinamenti, un contesto normativo chiaro in tema di fusioni transfrontaliere agevola le scelte strategiche da parte della società acquirente, riducendo i costi di transazione dell'operazione, con vantaggi per i soci della *target*. In quest'ottica, quindi, la Direttiva Fusioni mira a individuare, seguendo una prassi ormai acquisita, un apparato di regole comuni (sia di conflitto, sia materiali) per le fusioni intra-comunitarie (c.d. armonizzazione minima), lasciando agli Stati ampia autonomia, contribuendo così a rafforzare la c.d. concorrenza tra ordinamenti⁸³.

⁷⁷ Cfr. M.S. SIEMS, *The European Directive on Cross-border Mergers: An International Model?*, in *Colum. J. Eur. L.*, 2005, pp. 167 ss.; A. UGLIANO, *The New Cross-Border Mergers Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2007, pp. 588 ss.

⁷⁸ Considerando 1 della Direttiva Fusioni.

⁷⁹ M.S. SIEMS, (nt. 77), p. 170.

⁸⁰ Considerando 1 e 2 della Direttiva Fusioni. Resta, ovviamente, impregiudicata l'applicazione della normativa sul controllo delle concentrazioni fra imprese, sia a livello comunitario, sia a livello nazionale (considerando 9).

⁸¹ S. CRESPI, *Le fusioni transfrontaliere davanti alla Corte di Giustizia: il caso Sevic*, in *Riv. dir. int. priv. proc.*, 2007, pp. 363 ss.

⁸² I. FEITO-RUIZ – S. MENÉNDEZ-REQUEJO, *Cross-Border Mergers and Acquisitions in Different Legal Environment*, 2009, *paper* presentato all'incontro annuale dell'EFMA, 24-27 giugno 2009, a Milano, disponibile sul sito <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2009-milan/345.pdf>. Il campione era composto da 469 operazioni di M&A (sia *cross-border*, sia nazionali), nelle quali le acquirenti erano società europee quotate e le *target* erano società provenienti da tutto il mondo, nel periodo intercorrente tra il 2002 e il 2006.

⁸³ A. CARDUCCI ARTENISIO, *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, p. 1195.

Le fusioni transfrontaliere risultano essere, da un lato, "oggetto" della concorrenza, nel senso che la disciplina relativa potrebbe fungere da attrattiva per la realizzazione di un'operazione con una determinata società; dall'altro, "strumento" di concorrenza poiché, come più su specificato, esse rappresentano il mezzo per legarsi ad un altro ordinamento, ritenuto maggiormente favorevole.

3. La protezione delle minoranze azionarie

3.1. Per una disamina degli strumenti messi a disposizione dagli ordinamenti per tutelare le minoranze azionarie è necessario individuare preliminarmente quali siano gli interessi meritevoli di protezione nel contesto di un'operazione *cross-border*. In questa sede cercheremo di riassumere rapidamente i termini del dibattito, facendo sovente rinvio alla Dottrina che più delle altre ha studiato il fenomeno⁸⁴. Gli studiosi si sono divisi tra un approccio “tradizionale” ed uno “aziendalistico”. Il primo tendeva ad individuare (i) l'interesse della società nella conservazione del patrimonio sociale, *rectius*: nel mantenere inalterato il valore delle proprie partecipazioni, e (ii) l'interesse del singolo socio alla congruità del rapporto di cambio⁸⁵. I critici, però, hanno considerato troppo restrittiva la summenzionata interpretazione, ritenendo suscettibile di pregiudizio anche l'interesse sociale alla realizzazione del massimo profitto⁸⁶. Questa corrente, che si caratterizza per una formazione economico-aziendalistica, si divide a sua volta tra coloro i quali individuano il profitto nella somma degli utili societari⁸⁷ e coloro i quali invece lo riconducono alla somma dei flussi di cassa positivi⁸⁸. Si tenga comunque conto che il procedimento di “attualizzazione”, attraverso il quale si valuta l'azienda in chiave prospettica, risulta particolarmente complesso e inevitabilmente discrezionale; risultano infatti particolarmente delicate le variabili del tempo e del tasso di rischio che possono incidere notevolmente sul valore attualizzato, ossia il risultato esigibile oggi⁸⁹. Ciò rende estremamente difficoltoso verificare, ora per allora, se le valutazioni degli amministratori circa il metodo di valutazione e i fattori – economici e non economici – presi in considerazione siano attendibili o non. In particolare, si deve considerare

⁸⁴ A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, 2004, pp. 3 ss.

⁸⁵ C. SANTAGATA, *La fusione tra società*, 1964, p. 273; B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione di società per azioni*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1979, II, pp. 114 ss.; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di dir. Priv.*, P. RESCIGNO (diretto da), 17, 3, 1985, p. 370; F. GALGANO, *Circolazione delle partecipazioni azionarie all'interno dei gruppi di società*, in *Contr. Imp.*, 1986, pp. 357 ss.; G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d.lgs. 1991 n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. Civ.*, 1991, II, pp. 501 ss.; L. STANGHELLINI, *Osservazioni in materia di sindacabilità nel rapporto di cambio nella fusione dopo la riforma del 1991*, in *Giur. Comm.*, 1995, p. 135; P. LUCARELLI, *Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, pp. 286 ss., il quale rileva che “il valore della congruità del rapporto di cambio deve assumere la portata giuridicamente significativa di vincolo all'attività di comparazione delle società coinvolte, in funzione del perseguimento di un ben preciso parametro di riferimento: il rapporto si rivela congruo ogni volta che risponde all'esigenza di sostituire le partecipazioni sociali su un piano di neutralità per i soci”; L. NAZZICONE, *Il sindacato giudiziale sul rapporto di cambio nella fusione*, in *Foro it.*, 2001, p. 1937; G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy-out*, in *Corr. Giur.*, 2003, p. 208. Per una critica alla configurabilità di un diritto del socio al mantenimento di un diritto partecipativo, vd. A. CERRAI – A. MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, in *Il diritto delle società per azioni: problemi, esperienze, progetti*, P. ABBADESSA – A. ROJO (a cura di), 1993, p. 389.

⁸⁶ Cfr. A. VICARI, (nt. 84), pp. 3 ss. ed i riferimenti bibliografici ivi indicati.

⁸⁷ R. PARDOLESI, “Leveraged Buyout”: una novità a tinte forti (o fosche?), in *Giur. Comm.*, 1989, pp. 404 ss.; I. CHIEFFI, *Il leveraged buyout nell'ordinamento italiano*, in *Giur. Comm.*, 1992, I, pp. 988 ss.; F. GRAMMEGNA, *Note in punto di Leveraged Buy-Out*, in *Riv. dir. Comm.*, 1993, pp. 80 ss.

⁸⁸ Nel senso che la fusione deve essere realizzata in modo che la somma degli utili o dei flussi di cassa che potranno presumibilmente essere generate dall'entità post-fusione sia maggiore a quella della società originaria, cfr. R.A. BREALEY – S.C. MAYERS, *Principles of Corporate Finance*, 2008, pp. 920 ss.; A. DAMODARAN, *The dark side of valuation: valuing young, distressed and complex business*, 2009, *passim* ed in particolare “The intrinsic value of a cash flow-generation asset is a function of how long you expect it to generate cash flows, as well as how large and predictable these cash flows are. This is the principle that we use in valuing businesses, private as well as public, and in valuing securities issued by these businesses”; ID., *Valuation approaches and metrics: a survey of theory and evidence*, 2005, *passim*; A. BLACK – P. WRIGHT – J.E. BACHMAN, *La ricerca del valore nell'impresa. Analisi e gestione dei fattori di successo della performance*, 1999, pp. 58 ss. In senso conforme si sono pronunciati anche alcuni giuristi, vd. P. MONTALENTI, *Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2105 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy out”*, in *Le Società*, 2000, pp. 81 ss.

⁸⁹ A. MOTTA, *Valore d'impresa e operazioni di acquisizione*, in *Manuale delle acquisizioni di imprese*, A. MOTTA (a cura di), 2003, pp. 29 ss.; con riferimento al rapporto di cambio in operazioni di fusione, vd. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, 2002, pp. 226 ss.

che tali criteri rilevano ai fini del sindacato del giudice rispetto alla conformità della condotta degli amministratori rispetto al dovere loro imposto dalla legge; data la delicatezza della tematica, sembra azzardato fare ricorso a criteri vaghi e in più applicati su un orizzonte temporale non limitato⁹⁰. Orbene, salva l'ipotesi peculiare di amministratori che abbiano un interesse proprio in relazione alla fusione, in tutti gli altri casi, quando cioè gli amministratori agiscano nell'esclusivo interesse della società, è assolutamente ragionevole ritenere che essi abbiano più di chiunque altro gli strumenti e la conoscenza dell'azienda necessari ai fini della sua valutazione. Le conoscenze tecniche e gli strumenti a disposizione dei giudici sono di gran lunga inferiori: per effettuare delle valutazioni, questi si avvalgono di periti tecnici che per risorse e remunerazione sono difficilmente paragonabili alle banche d'affari, o agli *advisor* finanziari, cui gli amministratori solitamente si rivolgono. Detto ciò, ci si chiede se, in fatto, una perizia d'ufficio possa smentire la determinazione di un *enterprise value* effettuata da esperti privati, salva, come detto, l'ipotesi di interessi degli amministratori in conflitto con quelli societaria, ipotesi che comunque risulta regolata dalla disciplina specifica che assicura un'adeguata tutela ai soggetti lesi⁹¹. Potrebbe quindi apparire priva di efficacia una previsione che implichi una contestazione giudiziale fondata su una metodologia eccessivamente sofisticata e difficilmente contestabile nel merito⁹².

⁹⁰ Qualora si consideri un orizzonte temporale di lungo periodo si corre il rischio di rendere ancor più indefinita la valutazione; qualora, di contro, si optasse per un giudizio sul breve periodo, si rischierebbe di non cogliere pienamente la necessaria lungimiranza della politica aziendale.

⁹¹ La fattispecie che si potrebbe prospettare è di una valutazione d'azienda "orientata" su pressione degli amministratori che abbiano interessi nell'operazione in conflitto con quelli sociali. In tal caso, gli azionisti lesi dalla delibera avranno a disposizione i rimedi *ex artt.* 2391 e 2373 c.c. Cfr. A. SERRA – M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, 1994, pp. 94 ss.: "il presupposto del conflitto di interessi consisterebbe nella possibilità che il gruppo di controllo della società manipoli a proprio vantaggio, e a danno della minoranza, il rapporto di cambio", ma comunque "l'introduzione delle speciali cautele previste dalla legge per la trasparenza e la determinazione del rapporto di cambio, dovrebbe rendere più difficile che si verificino abusi". Il riferimento induce a pensare immediatamente alla relazione degli amministratori ai sensi dell'art. 2501-*quater* e alla relazione degli esperti indipendenti ai sensi dell'art. 2501-*quinquies*. In ambito di società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, l'art. 2391-*bis* c.c. rinvia alla regolamentazione della Consob l'individuazione di regole che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale delle operazioni con parti correlate (per la cui definizione l'art. 2, lett. h), del Regolamento Consob n. 11971 rinvia al principio contabile IAS 24). In data 12 marzo 2010, con delibera 17221, la Consob ha adottato il "regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate", consultabile sul sito www.consob.it, vd. P. MONTALENTI, *Le operazioni con parti correlate*, in *Giur. Comm.*, 2011, pp. 319 ss.; per un commento della norma codicistica, vd. M. VENTORUZZO, *Commento all'art. 2391-bis, Amministratori*, F. GHEZZI (a cura di), in *Commentario alla riforma del diritto societario*, P. MARCHETTI – L.A. BIANCHI – F. GHEZZI – M. NOTARI (diretto da), 2005, pp. 501 ss.

Vd. anche C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**1, 2004, pp. 480 ss., il quale afferma che "soprattutto nelle fusioni infragruppo deve ravvisarsi un pregiudizio dei soci di minoranza allorché la valutazione dei patrimoni delle società fondende sia stata alterata a vantaggio dei soci di una (o più) di esse e, ciò nonostante, l'assemblea della società pregiudicata abbia approvato ugualmente la fusione".

Nella dottrina americana il fenomeno prende il nome di "*conflict transaction*", il che implica che l'operazione sia approvata da amministratori che si trovino *on both sides* della transazione, vd. *Williams v. Geier*, 671 A.2d 1368 (Del. 1996). Il problema dei costi di agenzia legati agli interessi privati degli amministratori in conflitto con quelli della società è affrontato anche da L. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rev.*, 2007, pp. 679 ss., il quale propone come soluzione, in ottica *de iure condendo*, il riconoscimento di un maggior potere degli azionisti di sostituire gli amministratori; questo responsabilizzerebbe il *management* e ne migliorerebbe la *performance*.

⁹² Tanto più che il legislatore della riforma ha ommesso ogni rinvio ad uno specifico criterio di determinazione, anzi ha imposto che nella relazione gli amministratori illustrino i *criteri* adottati per la determinazione del rapporto di cambio, segnalando le "eventuali difficoltà di valutazione". Da ciò si potrebbe dedurre che, in quest'ambito, la riforma si sia orientata verso una maggiore trasparenza piuttosto che verso una soluzione in chiave positiva del problema. Ciò potrebbe, con un ulteriore salto logico, portare a ritenere che il legislatore abbia contezza della relatività e soggettività delle valutazioni, cfr. L.A. BIANCHI, (nt. 89), pp. 215 ss. Ulteriore ostacolo è rappresentato dalle tempistiche ristrette, proprie di un procedimento di fusione, che i giudici dovrebbero rispettare.

Per una riflessione sul difficile ruolo della magistratura in tema di revisione delle stime degli amministratori relative alla determinazione del valore d'azienda e sui limiti all'ambito di tale giudizio si veda L.A. BIANCHI, *Appunti su sindacato giudiziario e valutazioni di azienda*, in *Giur. Comm.*, 2011, pp. 177 ss.

E' stata altresì proposta una soluzione mediana che individua l'interesse sociale in ipotesi di fusione nella massimizzazione della redditività dell'investimento dei soci nella società⁹³. Si tratta di una soluzione che contempla entrambe le teorie su esposte: *in primis* presuppone la conservazione del valore delle partecipazioni (nell'ottica comunque dell'incremento); e secondariamente l'aumento della capacità delle società di produrre utili (o flussi di cassa). Il perseguimento dell'interesse sociale alla massimizzazione della redditività discende dalla determinazione di un concambio congruo⁹⁴ e dalla massimizzazione del valore complessivo delle azioni, nel rispetto dei vincoli di legge⁹⁵. Il criterio prevalente in base al quale valutare l'incremento della redditività dell'investimento dei soci è da individuarsi nell'aumento del valore complessivo delle azioni⁹⁶, in quanto al crescere di tale valore, aumenterà anche la capacità della società di produrre reddito⁹⁷.

3.2. Per quanto riguarda, invece, gli interessi particolari dei soci meritevoli di tutela, rientrano sicuramente tra questi (i) l'interesse a conservare il valore economico assoluto della posizione⁹⁸ e (ii) l'interesse a conservare la misura proporzionale della partecipazione nella società post-fusione⁹⁹. Quest'ultimo è direttamente protetto dalle previsioni che impongono l'adozione di un rapporto di cambio congruo e che ne sia fornita adeguata informativa, *i.e.* artt. 2501-*bis*, 2501-*quater* e 2501-*quinquies* c.c. I soci, i quali ritengano che il rapporto di concambio sia stato determinato in maniera non corretta, avranno a disposizione anche l'azione individuale di responsabilità disciplinata dall'articolo 2504-*quater*, c. 2, c.c.¹⁰⁰. Non appare, invece, da condividere la posizione di chi non ritiene meritevole di tutela l'interesse dell'azionista a restare tale¹⁰¹, anche se non si condivide pienamente l'affermazione secondo la quale "la determinazione del rapporto di cambio non può avvenire in modo tale da privare della qualità di socio coloro che detengono una quota inferiore al minimo cambiabile"¹⁰². Ad avviso di chi scrive, sembra potersi individuare un interesse meritevole di tutela del socio alla prosecuzione del vincolo sociale di partecipazione che si declina nel divieto per gli amministratori di stabilire un minimo cambiabile che abusivamente pregiudichi il suddetto interesse; ad esempio, i due termini del rapporto di cambio non potranno essere entrambi ulteriormente divisibili per il medesimo numero. Cionondimeno, colui che non posseda il numero sufficiente di azioni richiesto da tale rapporto potrà perdere il proprio

⁹³ L. MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1956, pp. 434 ss.; D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. Colombo – G.B. Portale (diretto da), 3***, 1993, p. 135; per una panoramica sulle argomentazioni a sostegno della tesi in parola e sulle relative critiche, vd. A. VICARI, (nt. 84), pp. 7 ss. ed i riferimenti bibliografici ivi indicati; V. AFFERNI, *Invaldità della fusione e riforme delle società di capitale*, in *Giur. Comm.*, 2009, I, pp. 190 ss.

⁹⁴ Essendo frutto di un confronto negoziale, il concambio non potrà considerarsi congruo in relazione ad un valore assoluto, bensì in relazione ad un *range* di valori che rifletta un'attendibile ricostruzione dei reali capitali economici delle società, coerentemente con l'obiettivo dell'attribuzione di una partecipazione sostanzialmente equivalente, cfr. L.A. BIANCHI, (nt. 89), pp. 46 ss. Potrebbe altresì produrre un effetto deterrente nei confronti degli amministratori la determinazione di un coefficiente fisso (giudizialmente valutabile *ex post*) che non contempli quindi le capacità e il potere negoziale degli amministratori, i quali, nel timore di non soddisfare il valore del suddetto coefficiente – date anche le difficoltà su esposte nella determinazione dello stesso - e con il rischio di subire richieste di risarcimento, al presentarsi di dubbi o problematiche, potrebbero desistere dal concludere l'operazione.

⁹⁵ A. VICARI, (nt. 84), pp. 15 ss.

⁹⁶ A. DAMODARAN, (nt. 88), 2005, pp. 13 ss.

⁹⁷ L. ENRIQUES, *Il conflitto di interessi degli amministratori di società per azioni*, 2000, pp. 176 ss.

⁹⁸ P. MARCHETTI, *Decreto del Presidente della Repubblica 10 febbraio 1986, n. 30*, in *Le nuove leggi civ. comm.*, 1988, p. 183, anche se con riferimento alla fattispecie di aumento di capitale con esclusione del diritto di opzione.

⁹⁹ G. DOMENICHINI, *Fusioni e scissioni – profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, p. 128, che individua l'interesse dei soci ad ottenere una partecipazione relativa che sia, nel complesso post-fusione, equivalente alla precedente; G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 7**2, 2004, p. 166.

¹⁰⁰ V. AFFERNI, (nt. 93), p. 194.

¹⁰¹ A. CERRAI – A. MAZZONI, (nt. 85), pp. 45 ss.; A. VICARI, (nt. 84), p. 45.

¹⁰² A. SERRA, (nt. 85), p. 360.

status socii. A tale conclusione si giunge sulla base di due ordini di considerazioni: da un lato, gli articoli 3, c. 1, della Direttiva Fusioni e 2501-*ter*, c. 2., c.c. prevedono che il conguaglio in denaro non possa essere superiore al 10% del valore nominale delle azioni [o delle quote] assegnate; dall'altro, gli artt. 2501-*sexies*, c. 3, c.c. e 8, c. 2, Direttiva Fusioni, prevedono la designazione di un esperto, nominato da un'autorità giudiziaria [o amministrativa], il quale rediga una relazione sulla congruità del rapporto di cambio, che quindi non potrà essere determinato arbitrariamente dalle parti. Si deve quindi concludere che il c.d. *cash-out merger* non è ammissibile in Europa¹⁰³. Ciò non comporta, anche alla luce delle precedenti considerazioni, che il socio abbia il diritto di mantenere il proprio "peso" decisivo, ancorché proporzionalmente alla valutazione patrimoniale delle società coinvolte nella fusione, sulla scorta di valutazioni comparative, una diversa distribuzione delle partecipazioni potrebbe rispondere ad un interesse della compagine sociale maggiormente meritevole di apprezzamento¹⁰⁴. Non sembra altresì meritevole di tutela l'interesse del socio all'immutabilità della struttura sociale, nel rispetto delle norme imperative relative al mutamento della responsabilità del socio (ad es. trasformazione eterogenea) e alla fattispecie del c.d. abuso della maggioranza¹⁰⁵.

3.3. Come anticipato all'inizio di questo lavoro, la Direttiva Fusioni non si è preoccupata di armonizzare, mediante disposizioni comuni, la disciplina volta alla protezione dei soci di minoranza che intendessero opporsi alla fusione; essa ha, invece, lasciato liberi gli Stati membri di introdurre specifiche previsioni in occasione del recepimento del provvedimento¹⁰⁶. Tale scelta legislativa appare in linea con la tradizione più recente e della summenzionata concorrenza tra gli ordinamenti che, considerando le tutele offerte - in tema di fusioni interne - dai singoli Stati membri idonee anche nell'ipotesi di operazioni transfrontaliere, ha rimesso a questi la competenza in materia di protezione degli azionisti di minoranza¹⁰⁷. Innanzitutto è opportuno riflettere circa l'effettiva opportunità che una Stato Membro

¹⁰³ M. VENTORUZZO, *Freeze-Outs: Transcontinental analysis and Reform Proposal*, 2009, p. 31, in www.ssrn.com, il quale individua un'eccezione al suddetto principio nell'ipotesi, assolutamente marginale, nella quale gli investitori che non detengono un numero di azioni sufficiente da essere concambiate con una singola azione della società incorporante potrebbero ricevere esclusivamente denaro. Propende per una legittimità di un concambio che possa risolversi indirettamente in un *freeze-out*, L.A. BIANCHI, (nrt. 5), pp. 100 ss. Per un parallelo con la legislazione americana, che generalmente ammette il *merger freeze-out*, vd. anche A. POMELLI, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. soc.*, 2009, pp. 428 ss.

¹⁰⁴ C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. Colombo – G.B. Portale (diretto da), 7**1, 2004, pp. 476 ss.

¹⁰⁵ Vd. D. PREITE, "Abuso" della regola di maggioranza, 1992, *passim*. Riconduce la soluzione della problematica su esposta circa la determinazione del rapporto di cambio ai principi generali in materia di abuso del diritto, L. PICONE, (nt. 9), pp. 206 e specificamente 215 ss.

¹⁰⁶ L'art. 4, c. 2, Direttiva Fusioni recita: "Uno Stato membro può, in caso di società partecipanti a una fusione transfrontaliera cui si applica la sua legislazione, adottare disposizioni volte ad assicurare una protezione adeguata dei soci di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera".

¹⁰⁷ Rappresenta invece un'eccezione la direttiva del Parlamento Europeo e del Consiglio 2004/25/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 21 aprile 2004, pubblicata in GUCE L 142 del 30 aprile 2004, ("Direttiva OPA"), disponibile sul sito <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=CELEX:32004L0025:IT:HTML>, con la quale la CE ha puntato all'adozione di una tutela armonizzata. L'atto, infatti, prevede comunemente per tutti gli Stati membri l'obbligo, per persone fisiche o giuridiche, di lanciare un'offerta pubblica al superamento di una certa soglia di partecipazione in una società i cui titoli siano ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato. A tale soglia è ricondotto il concetto di "controllo" di una società, utilizzato nella direttiva in senso atecnico, cfr. M. WYCKAERT – K. GEENS, , *Cross-border mergers and minority protection. An open-ended harmonization*, in *Utrecht Law Review*, 2008, p. 42, nt. 4. Ai sensi dell'art. 5, c. 3, la percentuale di diritti di voto sufficiente a conferire il controllo è determinata da ciascuno Stato membro, si consideri, però, che la grande maggioranza degli Stati membri ha fissato la soglia rilevante ai fini della direttiva intorno al 30%, vd. *Report on the Implementation of the Directive on Takeover Bids*, SEC(2007) 268, disponibile all'indirizzo http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeoverbids/2007-02-report_en.pdf. Per un commento sulla direttiva OPA e per un raffronto con il sistema statunitense vd. M. VENTORUZZO, *The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and U.S. Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economic End*, disponibile sul sito www.ssrn.com.

sfrutti questo *assist* offerto dal legislatore comunitario e preveda degli strumenti specifici di tutela dei soci di minoranza nel contesto di una fusione transfrontaliera. E' stato, infatti, correttamente osservato che tra i diversi processi di ristrutturazione societaria, la fusione è uno dei più democratici¹⁰⁸ nel senso che presuppone una delibera assembleare (e quindi la possibilità di partecipare alla decisione per tutti i soci), sovente adottata con maggioranze più elevate rispetto a quanto normalmente richiesto in sede ordinaria. La necessità di una decisione dell'organo assembleare è imposta, per le fusioni transfrontaliere, dall'art. 9, c. 1, Direttiva Fusioni che prevede l'approvazione, da parte delle assemblee di ciascuna società coinvolta, del progetto comune di fusione. Pertanto i soci avranno quantomeno il diritto di partecipare al processo decisionale.

Il cambio della *lex societatis* della società incorporata, come conseguenza della fusione, potrebbe non essere considerato, inoltre, come un vero e proprio fattore di rischio per gli azionisti, sulla base della considerazione che non sono ravvisabili differenze tanto profonde tra i modelli societari proposti dai diversi ordinamenti comunitari (o comunque maggiori che tra modelli societari all'interno del medesimo ordinamento), tali da giustificare la necessità di specifiche cautele. Sarebbe, infatti, difficile sostenere che un ordinamento di uno Stato membro offra un regime di tutela degli azionisti significativamente inferiore rispetto ad un altro¹⁰⁹, tenuto conto anche del processo di armonizzazione che ha caratterizzato il diritto delle società a livello europeo¹¹⁰. Si potrebbe obiettare che gli azionisti conoscono meglio il proprio diritto nazionale, soprattutto sotto il profilo dell'esercizio dei diritti, ma tale considerazione è valida esclusivamente nel caso in cui azionisti e società siano della stessa "nazionalità", fenomeno che nella prassi va progressivamente divenendo meno frequente¹¹¹, specialmente con riferimento alle società che operano su base transfrontaliera.

3.4. In realtà, pur condividendo in principio alcune delle argomentazioni su esposte, non si può non considerare che un cambio della *lex societatis* comporti una modifica sostanziale delle condizioni

¹⁰⁸ M. WYCKAERT – K. GEENS, (nt. 107), p. 46.

¹⁰⁹ M. VENTORUZZO, (nt. 64), pp. 11 ss., disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹¹⁰ Per un approfondimento circa l'effettivo grado di armonizzazione reale raggiunto dalla disciplina delle società di capitali nell'Unione Europea attraverso la tecnica delle direttive vd. A. SANTA MARIA, *European Economic Law*, 2009, pp. 120 ss.; cfr. anche AA.VV., *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, G.F. CAMPOBASSO (a cura di), 2003, *cui adde* G.B. PORTALE, "Armonizzazione" e "concorrenza" tra ordinamenti nel diritto societario europeo, in *Corr. Giur.*, 2003, pp. 95 ss.

¹¹¹ M. WYCKAERT – K. GEENS, (nt. 107), p. 50.

Si tratta del fenomeno – apparentemente irrazionale – per il quale gli investitori manifesterebbero preferenze verso titoli emessi da società nazionali piuttosto che straniere, che prende il nome di "home bias". L'irrazionalità può essere argomentata sulla scorta dei documentati effetti positivi della diversificazione (vd. H. GRUBEL, *Internationally Diversified Portfolios: Welfare Gains and Capital Flows*, in *American Econ. Rev.*, 1968, pp. 1299 ss.; R. ELDOR – D. PINES – A. SCHWARTZ, *Home Asset Preference and Productivity Shocks*, in *J. Int'l Econ.*, 1988, pp. 165 ss.; G. DE SANTIS – B. GERARD, *International Asset Pricing and Portfolio Diversification with Time-Varying Risk*, in *J. Fin.*, 1997, pp. 1881 ss.). Nonostante la letteratura, in particolare quella finanziaria, si sia interessata all'argomento sin dagli anni '70 (vd. H. LEVY – M. SARNAT, *International Diversification of Investment Portfolios*, in *American Econ. Rev.*, 1970, pp. 668 ss.; B.H. SOLNIK, *Why not Diversify Internationally Rather than Domestically*, in *Fin'l Analyst J.*, 1974, pp. 48 ss.), non sembra che ci sia unità di vedute circa l'individuazione delle cause di tale comportamento da parte degli investitori. Volendo riassumere le posizioni principali e più aggiornate, la ragione che spingerebbe a preferire titoli nazionali è stata individuata nelle barriere nazionali ai flussi di capitale create attraverso la previsione di maggiori costi di transazione e di asimmetrie nel trattamento fiscale, nonché rischi di natura politica che caratterizzerebbero gli investimenti oltre confine (F. BLACK, *International Capital Market Equilibrium with Investment Barriers*, in *J. Fin'l Econ.*, 1971, pp. 337 ss.; R.M. STULZ, *On the Effects of Barriers to International Investments*, in *J. Fin.*, 1981, pp. 923 ss.); è tuttavia evidente come queste motivazioni abbiano progressivamente perso la propria rilevanza, in special modo nel contesto europeo. Altri studi hanno invece ricondotto il fenomeno alle asimmetrie informative (l'informazione *within countries* sarebbe pertanto migliore rispetto a quella *between countries*, vd. M. BRENNAN – H. CAO, *International Portfolio Investment Flows*, in *J. Fin.*, 1997, pp. 1851 ss.). Altri ancora hanno fatto leva sulla prossimità geografica che permetterebbe di sfruttare vantaggi informativi (J. COVAL – T. MOSKOVITZ, *Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios*, in *J. Fin.*, 1999, pp. 2045 ss.; per uno studio del mercato italiano vd. G. BASCHIERI – A. CAROSI – S. MENGOLI, *La geografia delle società quotate italiane e potenziali effetti sui valori di Borsa: "azioni e buoi dei Paesi tuoi"*, in *Banca Imp. Soc.*, 2010, pp. 145 ss.).

dell'investimento e la considerazione che gli ordinamenti europei sono essenzialmente equivalenti in termini di protezione delle minoranze non appare decisiva. Il mutamento della *lex societatis* rappresenta, *di per sé*, un mutamento dei diritti di categoria. Infatti, “anche se il contenuto delle azioni, prima e dopo la fusione, rimane *formalmente* identico, potrebbero manifestarsi differenze riguardo a diritti amministrativi minori o regole societarie non direttamente inerenti l'azione”¹¹². Inoltre, alla genesi delle regole concorrono anche altri “formanti” di cui un ordinamento giuridico è composto: la giurisprudenza in primo luogo, ma anche la prassi amministrativa o la dottrina. Per di più, la nuova *lex societatis* potrebbe in futuro evolvere in maniera diversa rispetto alla legge originaria dell'incorporata. In altre parole, dopo la fusione il socio si trova ad agire in un ambiente giuridico differente da quello originario.

Inoltre, in favore di specifiche previsioni per la tutela dei soci di minoranza, intervengono considerazioni di carattere economico: alcuni studi hanno infatti dimostrato che gli effetti dell'annuncio di una fusione transfrontaliera sono maggiormente positivi per una società *target* (incorporata) allorché lo stato di incorporazione offra una protezione migliore rispetto al Paese di origine¹¹³. In altre parole, l'incremento della protezione garantita agli azionisti dall'ordinamento di approdo della società *target* nell'ambito dell'attività di *cross-border merger*¹¹⁴ risulta essere fonte di maggiori ritorni economici. Infine, la scelta di potenziare il livello di protezione degli azionisti da parte di uno Stato membro potrebbe avere delle ricadute positive anche a livello complessivo, spingendo gli altri Stati a seguirne la strada secondo quello che sembra ormai un *trend* di spontaneo ravvicinamento delle legislazioni statali¹¹⁵.

Infine, si può constatare che, con riferimento ad operazioni societarie di fusione che presentino caratteri di transnazionalità, diversi ordinamenti hanno già predisposto particolari tutele per quanto concerne la protezione degli azionisti di minoranza¹¹⁶.

3.5. Considerando risolto positivamente il quesito circa l'opportunità di adottare strumenti di tutela specifici, proseguiamo analizzando quali potrebbero essere in concreto le opzioni a disposizione del legislatore nazionale. In genere, è possibile classificare i rimedi messi a disposizione degli azionisti in obbligatori, reali e di *exit*. Per quanto riguarda i rimedi reali, la disciplina italiana in materia ha dato luogo ad una serie di dubbi interpretativi che attengono alla tipologia e alla natura degli atti che possono

¹¹² F. MUCCIARELLI, *Questioni in tema di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. comm.*, 2008, I, pp. 755 ss.

¹¹³ A. BRIS – C. CABOLIS, *The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-Border Mergers*, 2008, pp. 1 ss., disponibile sul sito: www.ssrn.com.

¹¹⁴ M. MARTYNOVA – L. RENNEBOOG, *Spillover of Corporate Governance Standards in Cross-border Mergers and Acquisitions*, 2008, p. 20, disponibile sul sito <http://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=77868>, secondo i quali anche in caso di acquisizione parziale del controllo della *target* si potrebbero configurare dei benefici per entrambe le parti della fusione qualora l'acquirente sia soggetta ad un ordinamento che protegga maggiormente gli azionisti rispetto alla *target* (*spillover by control*).

¹¹⁵ M.M. SIEMS, *The Case against Harmonisation of Shareholder Rights*, 2005, p. 547, disponibile sul sito www.ssrn.com.

¹¹⁶ Si pensi, a titolo di esempio, agli artt. 320 e 149 della *Ley de Sociedades Anonima* spagnola, i quali prevedono il diritto di *separación* (assimilabile al diritto di recesso italiano) per gli azionisti che non abbiano concorso ad approvare: 1) una fusione al termine della quale la società risultante sia una *sociedad anònima europea* che abbia il proprio *domicilio* all'estero; o 2) il trasferimento del *domicilio* sociale all'estero (in quest'ultimo senso anche l'art. 95, lett. b, della *Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada*). Con riferimento ai rimedi specificamente previsti nell'ambito dell'implementazione della Direttiva Fusioni, l'articolo 62 della legge n. 3/2009¹¹⁶ prevede che qualora gli azionisti di una società spagnola, partecipante ad una fusione transfrontaliera, dissentano con l'accordo di fusione e la società risultante abbia la propria sede sociale in un altro Stato membro, i primi avranno il diritto di “recedere” secondo quanto disposto in materia di società a responsabilità limitata (legge n. 2/1995). Si segnala inoltre che anche Germania (cfr. artt. 122h e 122i del *Umwandlungsgesetz*), Olanda, Polonia e Romania hanno adottato delle norme che attribuiscono ai soci dissenzienti rispetto ad una delibera avente ad oggetto una fusione transfrontaliera un diritto di sciogliere il vincolo sociale, diritto riconducibile sostanzialmente al diritto di recesso riconosciuto dall'ordinamento italiano. Per quanto riguarda invece gli altri Stati comunitari, a quanto consta, non risulta che essi abbiano previsto rimedi specifici per la tutela degli azionisti di minoranza in caso di fusioni transfrontaliere, cfr. G. ARNÒ – G. FIASCHETTI, *Le fusioni transfrontaliere*, 2009, pp. 84 ss.

essere oggetto di impugnazione. Ad esempio l'approvazione da parte del consiglio di amministrazione del progetto di fusione¹¹⁷. Secondo una ricostruzione generale, nel contesto di un procedimento, un atto che non sia vincolante non può astrattamente produrre un danno ad una società; nel caso di specie il progetto di fusione approvato dal consiglio necessita della "ratifica" da parte dell'assemblea straordinaria per poter produrre i propri effetti. Ne discenderebbe quindi una impossibilità di impugnare la delibera consiliare da parte dei soci. In relazione agli accordi contenuti nel progetto di fusione, ma che siano di per sé idonei a vincolare la società, quali ad esempio gli accordi di esclusiva o di confidenzialità, si pone invece un tema di individuazione del danno causato dalla delibera in questione. Per di più il socio non avrebbe a disposizione un rimedio diretto in quanto l'articolo 2388, c. 4, c.c. prevede la legittimazione del socio ad impugnare le delibere consiliari viziata solo nel caso in cui si tratti di atti lesivi di un diritto del socio stesso¹¹⁸, ossia che incidano direttamente ed immediatamente su una posizione di diritto soggettivo del socio (ad es. il diritto di opzione o il diritto di prelazione). La summenzionata norma (comma 4, prima parte) attribuisce solo al collegio sindacale o agli amministratori assenti o dissenzienti la legittimazione ad impugnare. Alle medesime conclusioni – nel senso della inoppugnabilità da parte del singolo socio o di una minoranza qualificata - deve giungersi anche con riferimento ad una delibera consiliare viziata per conflitto di interessi¹¹⁹.

La delibera assembleare di approvazione del progetto di fusione è a sua volta impugnabile qualora non sia adottata conformemente alla legge o allo statuto sociale, dai soci assenti, dissenzienti o astenuti che rappresentino, anche congiuntamente, l'uno per mille del capitale sociale nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio e il cinque per cento nelle altre (art. 2377, cc. 2 e 3, c.c.). Per gli altri soci non legittimati all'impugnativa permane il diritto al risarcimento del danno (comma 4). Una delibera assembleare risulterà invalida innanzitutto in caso di violazione degli obblighi informativi previsti dagli artt. 2501-*ter*, 2501-*septies*, 114 e 130 d.lgs. n. 58/1998 ("TUF"), 66 e 70 del Regolamento Consob n. 11971, se tale violazione impedisce l'esercizio o il corretto esercizio del voto¹²⁰. Sotto il profilo probatorio, l'attore dovrà altresì dimostrare l'effettiva lesione dell'interesse economico protetto dalla disciplina¹²¹. Senza voler approfondire le pur interessanti tematiche, in questa sede preme sottolineare la complessità relativa alla prova del danno, che ricade sull'attore¹²².

¹¹⁷ Per una critica al sistema di impugnazioni delle delibere del consiglio di amministrazione negli Stati Uniti, vd. L. BEBCHUK, *The Myth of the Shareholder Franchise*, in *Virginia Law Rev.*, 2007, pp. 679 ss.

¹¹⁸ Cass. 28 marzo 1996, n. 2850, in *Foro it.*, 1997, I, p. 235; Trib. Roma 19 luglio 2005, in *Foro it.*, 2006, I, p. 1622.

¹¹⁹ L. ENRIQUES, (nt. 97), p. 372; G. FRÈ – G. SBISA, *Della società per azioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, F. GALGANO (a cura di), 1997, *sub* art. 2391, p. 382, "le delibere, per essere rilevanti *ex* art. 2391, c. 3, c.c., devono risultare lesive dell'interesse sociale ("danno alla società") e, in presenza di lesione dell'interesse sociale, può riconoscersi una lesione solo indiretta dell'interesse individuale". Sul tema del conflitto di interessi dell'amministratore in caso di fusione, vd. F. BONELLI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società*, in *Giur. Comm.*, 1992, p. 232, il quale sostiene la rilevanza "astratta" del conflitto in relazione agli obblighi di comunicazione, la rilevanza "concreta" in relazione all'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 2391, c. 3 e 4, c.c. e il carattere "relativo" dell'incompatibilità. Per quanto riguarda il danno rilevante, cfr. A. VICARI, (nt. 84), p. 233. L'autore sostiene l'applicabilità delle norme alla lesione dell'interesse sociale come interesse alla massimizzazione della redditività dell'investimento di tutti i soci.

¹²⁰ F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob*, in *Le Società*, 1999, pp. 520 ss.; G. ZANARONE, *L'invalidità delle deliberazioni assembleari*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 3**, 1993, pp. 242 ss.

¹²¹ Cass. 25 marzo 2003, n. 4372, in *Le Società*, 2003, pp. 1109 ss., in cui si afferma che la dimostrazione di un'effettiva lesione di un interesse economico protetto dalla disciplina è considerata presupposto per il riconoscimento dell'interesse ad agire.

¹²² A. VICARI, (nt. 84), p. 267.

Tra i rimedi reali a disposizione degli azionisti deve essere annoverata anche l'impugnazione per abuso della maggioranza¹²³ o per violazione del principio di parità di trattamento dei soci ai sensi degli artt. 2348, c. 1, c.c. e 92 TUF¹²⁴. Anche in quest'ultimo caso ciò che emerge è un'incertezza applicativa delle fattispecie, in particolare in relazione ad un'interpretazione proposta per l'applicazione del principio della parità di trattamento che ne auspica un'applicazione parametrata al criterio della "ragionevolezza", in cui la valutazione degli interessi coinvolti dovrebbe essere effettuata caso per caso¹²⁵. Con riferimento invece alla fattispecie dell'abuso della maggioranza, la giurisprudenza si è espressa nel senso della sindacabilità della delibera nei casi di manifesta irragionevolezza o arbitrarietà del rapporto di cambio¹²⁶. Al contempo, però, si afferma che la dimostrazione della manifesta incongruità del rapporto di cambio non è di per sé sufficiente a soddisfare l'onere probatorio, necessitandosi anche la dimostrazione (sul piano soggettivo) del carattere fraudolento dell'operazione in base ad "elementi di fatto univoci"¹²⁷. In altre parole, incombe sull'attore l'onere di provare che gli amministratori e il socio di controllo abbiano pianificato la fusione con *intentio fraudis* allo scopo di escludere (o ridurre sensibilmente la partecipazione de) gli azionisti di minoranza¹²⁸. E' evidente come tale prova possa risultare in svariati casi proibitiva per gli azionisti danneggiati e lesiva delle esigenze di tutela degli stessi.

L'ultimo atto del procedimento di fusione contro il quale in teoria i soci potrebbero agire è l'atto di fusione. Secondo parte della dottrina, infatti, la legittimazione attiva sarebbe giustificata dal fatto che gli interessi tutelati sono sostanzialmente gli stessi che legittimano l'impugnazione della delibera¹²⁹. Vi è, però, una opposta opinione che esclude l'impugnabilità dell'atto da parte dei soci. Secondo tale ricostruzione, trattandosi di un atto di natura contrattuale, coerentemente con la norma che attribuisce la gestione dell'impresa esclusivamente agli amministratori (*i.e.* 2380-*bis*, c.c.), l'impugnazione dello stesso non spetterebbe anche ai soci¹³⁰.

Ultimo rimedio reale a disposizione dei soci è il c.d. provvedimento cautelare atipico *ex art.* 700 c.p.c., nonché la sospensione della delibera assembleare *ex art.* 2378, cc. 3 e 4, c.c.¹³¹ L'effettività di tali rimedi è però da valutarsi concretamente in quanto, ai sensi dell'art. 2504-*bis* c.c., e come confermato dall'art. 17 della Direttiva Fusioni, l'iscrizione dell'atto di fusione, o il diverso adempimento cui gli altri

¹²³ Cfr. D. PREITE, (nt. 93), pp. 224 ss., M. CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, 1991, pp. 162 ss., A. CERRAI – A. MAZZONI, (nt. 85), pp. 77 ss. Per la giurisprudenza vd. Trib. Salerno, 31 ottobre 2008, disponibile sul sito <http://dejure.giuffre.it>, ed i riferimenti ivi contenuti: Cass. n. 9353/2003, Cass. n. 11151/1995, Cass. n. 4923/1995, con nota di M.A. IMBRENDA, *L'abuso di potere da parte della maggioranza vizia la delibera*, in *Le Società*, 1995, pp. 1548 ss., Cass. n. 3628/1986 e Cass. n. 4236/1983.

¹²⁴ Cfr. G. OPPO, *Eguaglianza e contratto nella società per azioni*, in *Riv. dir. civ.*, 1974, p. 629 ss.; F. D'ALESSANDRO, *La seconda direttiva e la parità di trattamento dei soci*, in *Riv. soc.*, 1987, pp. 1 ss.; C. ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, in *Riv. dir. Comm.*, 1987, I, pp. 1 ss.

¹²⁵ A. VICARI, (nt. 84), pp. 284 ss.; D. PREITE, (nt. 93), pp. 228 ss.

¹²⁶ Trib. Roma 12 ottobre 2001, in *Le Società*, 2002, p. 888; Trib. Genova, 21 dicembre 2000, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, p. 269, con nota di P. LUCARELLI, (nt. 85); Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, p. 2106, con nota di P. MONTALENTI, (nt. 88); Trib. Milano, 20 gennaio 1998, in *Foro Padano*, 1998, pp. 258 ss., con nota di M.S. SPOLIDORO.

¹²⁷ In questo senso A. VICARI, (nt. 84), p. 286; e Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Giur. comm.*, 1995, pp. 134 ss., con nota di L. STANGHELLINI (nt. 85).

¹²⁸ F. GALGANO, *La circolazione delle partecipazioni statali*, in *Riv. dir. Comm.*, 1983, pp. 450 ss.

¹²⁹ M. DE ACUTIS, *Il nuovo regime dell'invalidità della fusione*, in *Giur. comm.*, 1991, I, pp. 729 ss.; A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, 1997, pp. 61 ss.

¹³⁰ A. VICARI, (nt. 84), p. 288; L. PICONE, *Invalidità della fusione e mezzi di tutela del socio*, in *Le Società*, 1999, p. 462.

¹³¹ La coesistenza dei due rimedi è stata considerata ammissibile allorché le fattispecie in parola "non siano in rapporto di coincidenza", così Trib. Catania, 18 giugno 1994 (ord.), in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, pp. 109 ss., con nota di C. SANTAGATA. In altre parole, il provvedimento d'urgenza potrà essere esperito prima dell'impugnazione in giudizio della delibera, poiché sino ad allora il socio rimane sprovvisto di una tutela specifica, cfr. Trib. Milano, 20 gennaio 1998, (nt. 126).

Stati comunitari ricollegano l'efficacia della fusione transfrontaliera, preclude pronunce invalidative, lasciando ai soci la sola tutela obbligatoria¹³². In pratica, gli amministratori potrebbero, una volta trascorso il termine di sessanta giorni di cui all'art. 2503 c.c.¹³³ (o immediatamente qualora il termine sia escluso al verificarsi di una delle ipotesi), iscrivere l'atto di fusione rendendo di fatto inefficace la tutela reale degli azionisti¹³⁴, comprimendo quindi la possibilità di impugnare le delibere viziato, nulle o annullabili¹³⁵. Inoltre, non consta alcun caso di accoglimento da parte dei giudici di ricorsi volti ad ottenere la sospensione dell'efficacia della delibera di fusione¹³⁶.

3.6. Passiamo ora ad occuparci della tutela giudiziale di tipo obbligatorio. In caso di lesione dell'interesse sociale l'azione esperibile è l'azione sociale di responsabilità la cui titolarità, in virtù della previsione dell'art. 2504-*bis*, c. 1, c.c., spetterà alla società post-fusione. Ne discende la difficoltà di coordinare tale regola con un'eventuale modifica della *lex societatis* in caso di fusione di una società italiana in una società di un altro Paese membro. La responsabilità degli amministratori sorgerà qualora essi compiano operazioni violando i loro obblighi di diligenza¹³⁷, o qualora agiscano in conflitto di

¹³² Come testimoniato dalla relazione ministeriale che accompagna il d.lgs. n. 22/1991 ("attuazione delle direttive n. 78/855/CEE e n. 82/891/CEE in materia di fusioni e scissioni societarie"), la disposizione in parola mira ad evitare "le difficoltà gravissime che nascerebbero quando fosse dichiarata nulla una fusione già attuata: difficoltà in ordine sia alla suddivisione dei patrimoni ormai unificati e, nel tempo intercorrente fino alla formazione del giudicato, modificati magari profondamente, sia alla ricostruzione delle compagini dei soci delle diverse società partecipanti all'operazione [...]". Vd. anche A. GENOVESE, *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. soc.*, 2007, p. 64, secondo la quale "L'esigenza di garantire tutela reale, e più propriamente tutela invalidativa, al socio di minoranza, soccombe nel contrasto con una diversa esigenza, individuabile nella necessità di favorire le operazioni di fusione e di tenere ferme le regole organizzative di cui le società si dotano attraverso la fusione". Parla di "arretramento della tutela del socio" F. D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, in *Foro it.*, 1988, V, p. 48. Secondo C. ANGELICI, *La nullità della fusione*, in *Riv. Dir. Comm.*, 1992, p. 271, la focalizzazione della tutela sul rimedio risarcitorio ha operato una selezione tra gli interessi potenzialmente rilevanti, tale da esaurire la tutela del singolo sul piano patrimoniale, lasciando alla sola dimensione collettiva gli interessi di politica imprenditoriale e le decisioni collettive che, comunque realizzatesi, conservano la loro impegnatività. La riforma del 2003 ha vieppiù affievolito la capacità di incisione nella vita sociale, in favore dei principi di governabilità e certezza dell'azione sociale, rafforzando la protezione delle posizioni dei gruppi detenenti il controllo delle società, cfr. U. COREA, *Sospensione delle delibere di fusione ed effettività della tutela*, in *Corr. Giur.*, 2008, p. 1431. Si tenga inoltre in considerazione che la salvaguardia dei principi di certezza e stabilità dell'attività sociale ha rappresentato una costante di tutta la storia del diritto commerciale. Detti principi trovano fondamento nelle istanze di sicurezza dei traffici commerciali e nell'affidamento dei terzi che entrano in contatto con la società, non meno che nella difficoltà di far regredire le modificazioni sostanziali prodotte dall'atto invalido e nell'esigenza di speditezza dell'agire sociale, intesa quale valore comune da preservare nell'interesse di tutti i membri della compagine sociale e finanche nell'interesse generale della competitività del Paese, cfr. F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, in *Riv. Dir. Civ.*, 2003, p. 708.

¹³³ L'inoppugnabilità dell'atto di fusione una volta iscritto è stata sancita dalla giurisprudenza anche nel caso di iscrizione *ante diem*, ossia anticipatamente rispetto alla scadenza del termine di 60 giorni fissato per l'opposizione dei creditori, cfr. Trib. Milano, 8 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 198 ss. In dottrina vd. A. VICARI, (nt. 84), p. 293 ed i riferimenti ivi contenuti; *cui adde* P.D. BELTRAMI, *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 203 ss.

¹³⁴ C. SANTAGATA, *La sospensione della deliberazione nella ricostruzione dei mezzi di tutela nei casi di invalidità nella fusione o irregolarità dell'iscrizione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1996, II, p. 119; G. SCOGNAMIGLIO, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, in *Riv. not.*, 1990, I, p. 902.

¹³⁵ Secondo consolidata giurisprudenza, la nozione di invalidità ai sensi dell'art. 2504-*quater* c.c. include ogni tipo di vizio dell'atto di fusione e si estende all'intero procedimento, cfr. App. Milano, 15 luglio 1994; Trib. Milano, 8 settembre 2003, (nt. 133); Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, pp. 2106 ss.

¹³⁶ A. GENOVESE, (nt. 132), p. 65; L. PARELLA, *Art. 2504-*quater* c.c.: dieci anni di giurisprudenza*, in *Giur. Comm.*, 2003, p. 369. Più in generale, si rinviene un unico caso in cui è stata concessa la sospensione di una delibera consiliare su richiesta di un socio facendo applicazione dell'articolo 2378 c.c.; il caso verteva sulla sostituzione di un amministratore nominato dalla minoranza attraverso il meccanismo del voto di lista previsto statutariamente, cfr. Trib. Milano, 19 settembre 2007, in *Giur. It.*, 2008, pp. 371 ss., con nota di M. SPIOTTA.

¹³⁷ Per un'analisi di cosa comporti il dovere di diligenza vd. F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 4, 1991, pp. 363 ss.

interessi, e a ciò consegua un danno per la società. Il sindacato del giudice sull'operato degli amministratori è, però, alquanto limitato¹³⁸.

Per quanto riguarda la fattispecie più pertinente ai fini del presente lavoro, si esamina l'azione del socio in caso di lesione del suo interesse individuale *ex art. 2504-quater*, c. 2, c.c. Le riflessioni al riguardo mutano a seconda che si riconosca alla riparazione conseguibile dall'azionista danneggiato natura indennitaria o risarcitoria¹³⁹. Nel primo caso, una volta provato il vizio del procedimento o dell'atto di fusione, il socio danneggiato avrà diritto ad una prestazione monetaria forfetaria, che quindi non tenga conto del maggior danno eventualmente subito. Nel secondo caso, invece, l'attore sarebbe gravato dalla prova di tutti i presupposti della responsabilità civile¹⁴⁰. Dal punto di vista del socio, il vantaggio sarebbe rappresentato dal fatto che il danno risarcibile comprenderebbe il danno emergente (valore intrinseco della partecipazione) e il lucro cessante presente (mancato investimento della somma non percepita in investimenti alternativi certi), nonché, secondo alcuni¹⁴¹, il lucro cessante futuro (mancata possibilità di investire la somma non percepita in investimenti futuri non ancora certi). I problemi legati al rimedio in parola sono però evidenti: si pensi, ad esempio, al riferimento temporale per il calcolo del danno; qualunque sia la scelta giudiziale, l'attore potrebbe ricevere un risarcimento inferiore rispetto al valore reale delle proprie partecipazioni¹⁴² e soprattutto tale determinazione non terrebbe conto della complessità e rapidità degli scambi azionari. Semplificando, tra la data dell'adozione della delibera di fusione (considerata quale momento iniziale a partire dal quale poter calcolare il danno) e la data della sentenza liquidativa giudiziale non è possibile ricostruire astrattamente quali sarebbero state le scelte strategiche di investimento del socio qualora avesse ottenuto in concambio un numero di azioni dell'incorporante calcolato secondo un rapporto congruo o qualora avesse visto la propria partecipazione "diluirsì" in misura inferiore nell'ipotesi di fusione con una società incorporata non "sopravalutata"¹⁴³. Inoltre è da valutarsi anche come considerare i benefici che gli azionisti, ancorché lesi dalla fusione, abbiano conseguito *medio tempore*, quali ad esempio dividendi,

¹³⁸ Il giudice potrà: (i) verificare se gli amministratori sono pervenuti alla decisione in seguito ad un'approfondita disamina, valutazione e ponderazione di tutti gli elementi conoscibili; (ii) accertare se la decisione non avrebbe dovuto essere assunta, perché dannosa per l'interesse sociale (c.d. *wasteful merger*), cfr. Trib. Milano, 26 giugno 1989, in *Giur. comm.*, 1990, p. 122; App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, 2002, pp. 217 ss.; Trib. Milano, 10 febbraio 2000, in *Giur. comm.*, 2001, p. 334; (iii) valutare se la scelta sia stata la "migliore", utilizzando la diligenza richiesta, tra le alternative disponibili, cfr. L. ENRIQUES, (nt. 97), p. 213 e F. BONELLI, (nt. 79), p. 377; (iv) valutare l'intrinseca coerenza e ragionevolezza del rapporto di cambio, cfr. Trib. Milano, in *Riv. dir. Comm.*, 2001, p. 269 ss.; Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corr. giur.*, 2003, pp. 208 ss.

¹³⁹ Per una ricostruzione dei termini della questione vd. A. GENOVESE, (nt. 74), p. 70.

¹⁴⁰ Nell'unico caso in cui è stato riconosciuto un tale danno, Trib. Genova, 21 dicembre 2000, (nt. 68), il tribunale ne ha determinato l'ammontare moltiplicando il prezzo medio di borsa di ciascuna azione per un numero di azioni pari alla differenza tra il numero di azioni che sarebbero state assegnate in base al rapporto di cambio congruo, rideterminato dal c.t.u., e il numero di azioni attribuite al socio in base al rapporto di cambio valutato incongruo. Residuano ancora dubbi per quanto riguarda la natura del "risarcimento", vd. A. GENOVESE, (nt. 74), pp. 73 ss.

¹⁴¹ A. DE CUPIS, *Il danno. Teoria generale della responsabilità civile*, 1979, p. 303; M. FRANZONI, *Il danno risarcibile*, 2004, pp. 195 ss.; M.C. BIANCA, *Dell'inadempimento delle obbligazioni*, in *Commentario del codice civile Scialoja – Branca*, F. GALGANO (a cura di), 1979, p. 31 e 249, secondo cui però "le perdite e i mancati guadagni possono essere risarcibili solo se ragionevolmente certi nel loro futuro accadere". Vd. anche C. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2004, p. 1531, che individua il lucro cessante nel "valore che stato ipoteticamente acquisito dalla partecipazione ove si fosse progettata una fusione più conveniente con società dotata di maggiori risorse", in tal caso però l'attore dovrà provare l'effettiva possibilità dell'operazione, la colpa degli amministratori e il maggior valore che avrebbe conseguito. Secondo V. PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e di scissione*, 2000, p. 86, dovrebbe farsi riferimento altresì, oltre che alla perdita di diritti patrimoniali, anche "alla perdita di diritti indissolubilmente legati al possesso della quota o delle azioni".

¹⁴² Vd. A. VICARI, (nt. 84), p. 325, nt. 52.

¹⁴³ Sebbene la diluizione sia connaturale allo schema della fusione, "resta il confine tra legittima negoziazione delle condizioni della fusione in vista dei benefici della concentrazione e ingiustificata lesione del diritto individuale all'assegnazione della partecipazione sostitutiva, in base ad una valutazione equa di quella commutata", così C. SANTAGATA, (nt. 141), p. 1529. Secondo tale autore per calcolare il danno emergente e il lucro cessante si dovrà avere a mente la data della decisione.

che altrimenti avrebbero potuto non essere distribuiti, incrementi del valore delle partecipazioni legati a sinergie successivamente emerse etc. Queste problematiche risultano evidentemente di maggiore momento con riferimento alle società quotate¹⁴⁴ in ragione della maggiore velocità e frequenza delle transazioni. In conclusione, è difficile immaginare che l'interesse dei soci leso dalla fusione sia ristorato integralmente a mezzo dei summenzionati rimedi giudiziali sia per il gravoso onere finanziario che il loro esercizio implica per il socio, sia per la difficoltà di soddisfare lo standard probatorio in relazione a fattispecie puntuali di inadempimento¹⁴⁵.

Anche nel sistema americano i rimedi obbligatori legislativamente previsti (c.d. *fiduciary duties*) sono stati oggetto di numerose critiche a causa della loro scarsa efficacia¹⁴⁶.

3.7. *A latere* rispetto agli strumenti descritti in precedenza si collocano i c.d. rimedi di *exit*, tipicamente, nell'ordinamento italiano, il diritto di recesso di cui agli artt. 2437 c.c. e ss. Tenuto conto della vasta letteratura sul tema, proposito di questo lavoro non è di offrire un'analisi monografica dello strumento, bensì – come detto – di metterne in evidenza le peculiarità in relazione alle fusioni transfrontaliere, operando un confronto rispetto agli altri strumenti di tutela a disposizione degli azionisti di minoranza.

Non è semplice individuare una definizione unitaria del diritto di recesso, anche in ragione della varietà delle fattispecie che danno luogo al diritto degli azionisti di liquidare la propria partecipazione¹⁴⁷. Tuttavia la riforma del diritto societario sembra aver superato la concezione del recesso come forma di opposizione unilaterale del socio volta allo scioglimento del vincolo sociale, bensì sembra considerarlo quale strumento per “riconsiderare l'investimento” in presenza di mutamenti delle condizioni dello stesso¹⁴⁸ e pertanto il recesso tutelerebbe “l'interesse individuale del socio a sciogliere il vincolo societario, monetizzando la propria partecipazione, in presenza di vicende che incidono in modo

¹⁴⁴ Per un'analisi di alcune problematiche nella determinazione del danno in relazione all'inadempimento dell'obbligo di OPA, vd. C. MOSCA, *Acquisti di concerto, partecipazioni incrociate e responsabilità per inadempimento dell'obbligo di OPA*, in *Riv. soc.*, 2007, pp. 1333 ss. Sebbene tali riflessioni si riferiscano ad una fattispecie palesemente diversa dal danno da fusione, ritengo che *mutatis mutandis* possano essere estese a questa quantomeno, ma non esclusivamente, sotto il profilo generale del danno da perdita di *chance*, del riferimento temporale, della legittimazione attiva e delle incertezze relative alla determinazione dell'ammontare del danno.

¹⁴⁵ C. SANTAGATA, (nt. 83), p. 1537.

¹⁴⁶ Cfr. C.R. TAYLOR, *The inadequacy of Fiduciary Duty Doctrine: Why Corporate Managers Have Little to Fear and What Might Be Done About It*, 2008, disponibile sul sito www.ssrn.com, in cui si afferma che gli amministratori hanno poche ragioni per temere che le corti li considerino responsabili per la violazione dei suddetti obblighi; lo standard di prova per l'attore – il c.d. *Business judgement rule* – inoltre, è particolarmente elevato, vd. *Aronson v. Lewis*, 473 A.2d 805 (Del. 1984). Tale criterio è stato fatto proprio anche da una parte della giurisprudenza italiana: App. Milano, 30 marzo 2001, in *Giur. comm.*, II, 2002, pp. 200 ss. Per giunta alcune Corti statunitensi non sempre riconoscono il potere di esercitare un'azione per violazione dei *fiduciary duties* anche alle minoranze societarie, vd. M. SIEGEL, *Fiduciary Duty Myths In Close Corporate Law*, in *Del. J. Corp. L.*, 2004, p. 377.

¹⁴⁷ Il diritto di recesso è previsto oggi in ipotesi ineliminabili (modifica dell'oggetto sociale, trasformazione, trasferimento della sede sociale all'estero, revoca dello stato di liquidazione, eliminazione di una o più fattispecie di recesso previste dall'art. 2437, c. 2, c.c., modifica dei criteri di determinazione del valore delle azioni in caso di recesso, modificazioni dello statuto concernenti i diritti di voto o di partecipazione); in ipotesi suppletive (proroga del termine di durata della società e introduzione o rimozione di vincoli alla circolazione delle azioni); in caso di società costituita a tempo indeterminato; in ipotesi statutariamente previste; in caso di *delisting* della società; in caso di trasformazione della società che esercita attività di direzione e coordinamento e in occasione dell'inizio o cessazione di tale attività (art. 2497-*quater* c.c.). Per un'analisi sistematica delle diverse teorie che sono state formulate circa la *ratio* dello strumento si rinvia a C. FRIGENI, *Partecipazione in società di capitali e diritto al disinvestimento*, 2009, pp. 99 ss.

¹⁴⁸ A. TUCCI, *Illegittimità dell'esercizio del recesso e responsabilità della banca*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, pp. 20 ss.; cfr. P. SPADA, *Relazione di sintesi*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNANI (a cura di), 2004, pp. 271 ss.

particolarmente significativo sull'assetto organizzativo"¹⁴⁹. Ricostruendo la tematica in questi termini, sembrerebbe che il legislatore del 2003 abbia dato prevalenza alle esigenze invocate dagli azionisti di minoranza che non potendo incidere direttamente nelle scelte della società potrebbero ritrovarsi "prigionieri" della stessa. E' stato chiaramente ampliato l'ambito applicativo dell'istituto¹⁵⁰ che, nel periodo *ante* riforma, prevedeva solo tre casi al verificarsi dei quali il socio - di società non quotata - aveva il diritto di ottenere il rimborso delle proprie azioni: cambiamento dell'oggetto sociale, trasformazione del tipo di società e trasferimento della sede all'estero¹⁵¹. Il legislatore della riforma sembra invece aver cercato di perseguire un contemperamento con le esigenze corporative¹⁵² strutturando un procedimento di liquidazione volto a tutelare l'integrità patrimoniale della società facendo sopportare a quest'ultima solamente in via residuale il costo dell'uscita del socio¹⁵³. Il rischio è, infatti, che il diritto di recesso rappresenti, in particolari circostanze, un vincolo insormontabile all'adozione di alcune decisioni volte al raggiungimento dell'assetto ottimale, costituendo, di fatto, un potere di veto della minoranza.

L'ampliamento delle possibilità di *exit* per il socio minoritario¹⁵⁴ è stata salutata anche come il contraltare alla maggiore libertà di azione riconosciuta all'autonomia statutaria, la quale ha rappresentato

¹⁴⁹ A. PACIELLO, *sub art. 2437*, in *Commentario*, G. NICCOLINI – A. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), 2004, p. 1105. Sebbene risulti difficile individuare un'unica *ratio* in relazione alle diverse circostanze che legittimano il recesso, la definizione qui richiamata sembra però ricomprenderne un numero consistente, cui è possibile ricondurre il recesso a seguito di una fusione transnazionale "in uscita" di cui all'art. 5 del d.lgs. n. 108/2008, cfr. A. DACCÒ, *Il recesso nelle s.p.a.*, in *Le nuove s.p.a.*, O. CAGNASSO – L. PANZANI (diretta da), 2010, pp. 1421 ss.

¹⁵⁰ In generale, il d.lgs. n. 6/2003, a fronte di un ampliamento del potere gestorio, ha in genere rafforzato la tutela dell'azionista nei confronti degli amministratori, cfr. P. MARCHETTI, *Il potere decisionale gestorio nella s.p.a.*, in *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, 2004, p. 470, 474.

¹⁵¹ G. GRIPPO, *Il recesso del socio*, in *Trattato delle società per azioni*, G.E. COLOMBO – G.B. PORTALE (diretto da), 6*, 1993, p. 137; G. PRESTI, *Questioni in tema di recesso nelle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 1982, I, pp. 112 ss. Lo scarso numero di ipotesi in cui era possibile attivare il recesso (tenuto tra l'altro conto che la giurisprudenza riteneva che il diritto di recesso non fosse statutariamente suscettibile di estensione ad ipotesi diverse rispetto a quelle espressamente contemplate, Cass. 28 ottobre 1980, n. 5790, in *Mass. Giust. Civ.*, 1980, pp. 2427 ss.; Trib. Como, 11 ottobre 1993, in *Le Società*, 1994, p. 248) non era l'unica causa dello scarso rilievo pratico che l'istituto aveva conosciuto. Questa era da ascrivere anche e soprattutto ai criteri di liquidazione della partecipazione che generalmente pregiudicavano le ragioni del recedente. Nelle società non quotate, infatti, la partecipazione del recedente veniva liquidata in proporzione al patrimonio sociale risultante dal bilancio dell'ultimo esercizio (c.d. valore di libro), che nella maggior parte dei casi risultava sensibilmente inferiore rispetto al valore di mercato della stessa in virtù del fatto che nella redazione dei bilanci, in Italia si adottava solitamente il criterio del costo storico, anche al fine di proteggere il capitale legale (M. VENTORUZZO, *Experiments in Comparative Corporate Law: the Recent Italian Reform and the Dubious Virtues of a Market of Rule in the Absence of Effective Regulatory Competition*, in *European Company and Financial Law Review*, 2005, p. 244, nt. 106). Si può poi aggiungere tra i motivi dell'insuccesso, la previsione di termini "giugulatori" per la comunicazione della dichiarazione di recesso (*i.e.* tre giorni dalla chiusura dell'assemblea che legittimava l'esercizio del diritto).

¹⁵² Obiettivo del legislatore deve essere infatti quello di ricercare l'equilibrio migliore tra gli interessi individuali del socio e le esigenze corporative; a seconda della sua formulazione, infatti, l'*exit* può essere inteso come baluardo dei diritti delle minoranze o come "lubrificante con il quale ungere le decisioni della maggioranza" (B. MANNING, *The Shareholder's Appraisal Remedy: An Essay for Frank Coker*, in *Yale L. J.*, 1962, p. 230); cfr. C. GRANELLI, *Il recesso del socio nelle società di capitali alla luce della riforma societaria*, in *Le Società*, 2004, p. 143, il quale definisce il recesso come un "nodo politico" fondamentale della più complessiva disciplina societaria.

¹⁵³ Proposito della norma è di consentire l'uscita dalla società senza depauperarne il patrimonio ed alterare la proporzione delle partecipazioni dei soci, vd. P. PISCITELLO, *Riflessioni sulla nuova disciplina del recesso nelle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 526. Questo dovrebbe scongiurare, o quanto meno limitare, la preoccupazione espressa dagli studiosi dell'analisi economica del diritto, i quali individuano nel recesso una "sottrazione di valori patrimoniali all'impresa sociale e quindi, almeno potenzialmente, una riduzione della sua efficienza" (C. ANGELICI, *Soci e minoranze nelle società non quotate*, in *La riforma delle società per azioni non quotate*, M. PORZIO – M. RISPOLI FARINA – G. ROTONDO (a cura di), 2000, pp. 58 ss.).

¹⁵⁴ Come visto in precedenza, infatti, lo statuto può prevedere ulteriori ipotesi di recesso senza particolari limitazioni. L'unico limite che sembra poter incontrare è rappresentato dalla previsione del recesso *ad nutum* al di fuori del caso della società costituita a tempo indeterminato (ipotesi, peraltro, alquanto rara nella prassi, cfr. L. ENRIQUES, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite in tema di Riforma del diritto societario*, 27 novembre 2002, p. 4, disponibile sul sito www.ssrn.com, il quale afferma: "La previsione di un diritto di recesso in caso di società a tempo indeterminato rende

una delle direttrici della riforma delle società di capitali. La disciplina del recesso *ante* riforma aveva come obiettivo principale quello di dare stabilità all'investimento, a garanzia del "sistema delle imprese"¹⁵⁵. Il legislatore del 1942, cioè, aveva in mente la società commerciale come un apparato unico, in cui gli azionisti perdevano di individualità, almeno sotto il profilo dei singoli investimenti, in favore di un interesse collettivo. In altre parole, l'apporto del socio veniva visto come inscindibilmente legato alla società e l'eventuale disinvestimento parziale rischiava di rappresentare una diminuzione in termini assoluti delle risorse del sistema *de quo*, in quanto il capitale ottenuto difficilmente sarebbe stato reintrodotta attraverso un re-investimento in altre strutture imprenditoriali. L'evoluzione dei mercati e del sistema economico generale italiani ha sensibilmente modificato l'approccio del legislatore nei confronti del diritto di recesso. E' altamente probabile, infatti, che le risorse sottratte all'investimento attraverso l'esercizio del recesso siano reintrodotte nel sistema produttivo e non quindi lasciate improduttive. Ridimensionate pertanto le "esigenze di tutela dell'investimento", il legislatore ha

praticamente inutilizzabile la possibilità di non prevedere un termine di durata"). Le ragioni di tale considerazione devono essere ricercate nel tenore letterale dell'art. 2437, c. 4, c.c., nella parte in cui prevede la possibilità che lo statuto contempli "ulteriori cause di recesso" (indicate specificamente nell'atto sociale) e questo non è il caso del recesso *ad nutum*, che appunto non prevede cause per il suo esercizio. Il recesso potrebbe quindi essere esercitato anche dall'azionista di maggioranza, il che potrebbe comportare per la società un vero e proprio dissesto; inoltre, l'ipotesi di recesso in parola ha come giustificazione l'avversione del legislatore per i vincoli non temporalmente definiti (come nel caso della società a tempo indeterminato), esigenza che non è possibile riscontrare in una società a termine (a meno che il termine non sia artatamente remoto e tale da poter essere considerato di fatto indeterminato, cfr. M. VENTORUZZO, *Criteri di valutazione delle azioni in caso di recesso del socio*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 330; M. CALLEGARI, (nt. 100), pp. 1389 ss.; A. MORANO, *Analisi delle clausole statutarie in tema di recesso alla luce della riforma della disciplina delle società di capitali*, in *Riv. not.*, 2003, p. 312. Nel senso che una durata della società che ecceda la prevedibile vita umana debba considerarsi indeterminata, Trib. Varese, 26 novembre 2004, in *Giur. comm.*, 2005, II, pp. 473 ss., confermata da App. Milano, 21 aprile 2007, in *Le Società*, 2008, pp. 1121 ss.). Infine, il diritto di recesso trae fondamento da esigenze di tutela dell'integrità del patrimonio sociale, le quali sono difficilmente conciliabili con le considerazioni espresse in tema di recesso *ad nutum*, il quale appunto tutela altre esigenze; così P. PISCITELLO, *Recesso del socio*, in *Riv. dir. Soc.*, 2008, p. 45. In senso conforme, M. BIONE, *Informazione ed exit: brevi note in tema di recesso nella s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, 3, p. 207. *Contra*, ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il diritto delle società*, 2004, p. 236; A. BARTOLACELLI, *Profili del recesso ad nutum nella società per azioni*, in *Contr. imp.*, 2004, pp. 1125 ss.; S. CAPIELLO, *Recesso ad nutum e recesso per giusta causa nelle s.p.a. e nelle S.r.l.*, in *Riv. dir. Comm.*, 2004, I, pp. 497 ss. In sede di discussione parlamentare, F. VELLA, *Audizione dinanzi alle Commissioni Giustizia e Finanze riunite sullo schema di decreto recante "Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366"*, 26 novembre 2002, sottolineava come una simile previsione potrebbe trasformarsi in una continua e incontrollabile minaccia per l'integrità del patrimonio aziendale, rafforzando le preoccupazioni di un sostanziale indebolimento delle imprese costrette ad un forzoso accantonamento di risorse nella prospettiva di subire onerosi esborsi per far fronte al recesso dei soci. Alcuni rilievi critici sono sollevati da M. VENTORUZZO, *supra* in questa nota, pp. 339 ss. secondo il quale le argomentazioni volte ad escludere l'ammissibilità del recesso *ad nutum* in statuto non sarebbero decisive ed inoltre tale divieto potrebbe essere agevolmente aggirato con la previsione di clausole che producano, di fatto, il medesimo risultato. Nel senso della legittimità di un recesso liberamente azionabile, salvo il necessario preavviso di 180 giorni di cui all'art. 2437, c. 3, c.c., vd. Massima n. 74, Orientamenti notarili in materia societaria, a cura della Commissione massime societarie del Consiglio Notarile di Milano.

Secondo F. CHIAPPETTA, *Nuova disciplina del recesso di società di capitali: profili interpretativi e applicativi*, in *Riv. soc.*, 2005, p. 503, inoltre, "le clausole consentite all'autonomia privata [sono] quelle (e soltanto quelle) che rimandino comunque a mutamenti o eventi di natura organizzativa della società e, in quanto tali, incidenti sulle condizioni di rischio dell'investimento". Il quale aggiunge: "la libertà in materia statutaria non [è] illimitata, ma il suo esercizio [deve] coniugarsi con le finalità sottese alla nuova disciplina del recesso e, dunque, non [può] spingersi al punto di dare rilevanza a fatti o interessi estranei all'assetto organizzativo della società". Appare inoltre auspicabile, se non necessario, che le ulteriori cause di recesso statutariamente previste siano ancorate "a precisi e circoscritti presupposti obiettivamente riscontrabili", cfr. M. STELLA RICHTER, *Diritto di recesso e autonomia statutaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 395; in questo senso vd. anche A. TOFFOLETTO, *L'autonomia privata e i suoi limiti nel recesso convenzionale del socio di società di capitale*, in *Riv. dir. comm.*, 2004, I, p. 372; A. DI LIZIA, *Il diritto di recesso. I casi legali e convenzionali, modalità di esercizio e di rimborso*, in *La riforma delle società. Aspetti applicativi*, 2004, p. 394.

¹⁵⁵ V. DI CATALDO, *Il recesso del socio di società per azioni*, in *Il nuovo diritto delle società*, P. ABBADESSA – G.B. PORTALE (diretto da), 2007, p. 224.

guardato con maggior favore allo strumento del recesso per tutelare le minoranze in caso di decisioni capaci di alterare sensibilmente le condizioni di rischio dell'impresa sociale¹⁵⁶.

Nella nuova disciplina del diritto di recesso è altresì riscontrabile una funzione più ampia, ossia di strumento di dibattito e contrattazione endosocietaria, per attivare un negoziato tra maggioranza e minoranze (di un qualche rilievo) in occasione di singole scelte aziendali o societarie; ciò, almeno nelle intenzioni del legislatore, dovrebbe permettere una migliore allocazione delle risorse finanziarie¹⁵⁷. In altre parole, ad oggi è riscontrabile una doppia anima del diritto di recesso: da un lato strumento di *exit*, ossia di tutela del socio di minoranza a mezzo del disinvestimento, dall'altro lato strumento di *voice*, ossia di dibattito per la rinegoziazione del programma societario¹⁵⁸.

3.8. Alla luce delle considerazioni su esposte, il recesso potrebbe essere considerato lo strumento più efficace ai fini della protezione degli azionisti di minoranza che ritengano di aver subito un pregiudizio (anche solo in termini di modifica delle condizioni di investimento) in virtù dell'approvazione di un'operazione di fusione *cross-border* da parte della maggioranza societaria. Esso sembra inoltre essere il rimedio che meglio si attaglia alla complessità della struttura societaria. Tali considerazioni poggiano su diverse basi: *in primis* la certezza e la tempestività della tutela; i rimedi reali, come ad esempio l'impugnazione delle delibere, come si è visto, godono di sempre minore rilevanza sia a livello nazionale, sia a livello comunitario, a vantaggio di una cristallizzazione degli effetti delle decisioni sociali, nel rispetto del principio maggioritario. Il ridotto margine di operatività di cui godono questi rimedi - in particolare in ragione dell'impossibilità di pronunciare l'invalidità della fusione a seguito della sua iscrizione (anche *ante diem*) - lascia difficilmente ipotizzare un massiccio (ed efficace) ricorso ad essi, da parte degli azionisti, per vedere protetti i propri interessi. Per quanto concerne invece i rimedi obbligatori, i soci che intendano ricorrervi dovrebbero comunque affrontare i tempi giudiziali, al termine dei quali si vedrebbero riconosciuto esclusivamente il danno eventualmente dimostrato (comunque mai superiore al danno effettivamente cagionato); pertanto se il profitto atteso superasse il danno, la minaccia rappresentata dal risarcimento non svolgerebbe alcuna funzione di deterrenza nei

¹⁵⁶ F. CHIAPPETTA, (nt. 154), p. 489.

¹⁵⁷ V. DI CATALDO, (nt. 108), p. 224. Tale tesi trova conforto in alcune disposizioni normative quali l'obbligo di informativa pre-assembleare in relazione a determinate decisioni (ad esempio, la determinazione del valore delle azioni in caso di recesso ex art. 2437-ter, c. 5, c.c. e, in tema i fusioni, il deposito della documentazione di cui all'art. 2501-septies c.c.); o la possibilità per la società di revocare, entro 90 giorni, la delibera che ha dato origine al recesso, vd. G. ZAGRA, *Termine di revoca della delibera che ha legittimato il recesso nella s.r.l.*, in *Le Società*, 2007, pp. 751 ss.; S. MASTURZI, *Riflessi finanziari e patrimoniali del recesso del socio*, in *Profili patrimoniali e finanziari della riforma*, C. MONTAGNANI (a cura di), 2004, pp. 132 e 154 ss. E' stato però osservato che la dialettica endosocietaria che dovrebbe essere stimolata dal recesso è una mera possibilità; la maggioranza azionaria, infatti, potrebbe adottare, senza consultare il resto della compagine, tutte le decisioni che ritiene opportune, salvo poi revocarle ricostituendo lo *status quo ante* qualora l'esercizio del diritto di recesso degli altri soci si riveli pregiudizievole sotto il profilo patrimoniale. Inoltre, i soci che non abbiano votato in favore della delibera potrebbero essere costretti ad esercitare il recesso per rendere la minaccia concreta, in tal caso, però, non potrebbero più tornare sui propri passi, rimanendo così estromessi nel caso in cui la società dia esecuzione alla delibera. Ricostruito in questi termini, il potere di *voice* delle minoranze appare come funzione eventuale, nel caso in cui spinga ad una maggiore condivisione delle decisioni, ma non necessariamente come *ratio* caratterizzante il recesso, cfr. C. FRIGENI, (nt. 88), pp. 114 ss.

¹⁵⁸ La distinzione tra i due rimedi è stata elaborata da A.O. HIRSCHMAN, *Exit, Voice and Loyalty: Responses to Decline in Firms, Organizations and States*, 1970, pp. 4 ss. In realtà la classificazione è originariamente legata ai rimedi a disposizione dei clienti (ma viene estesa anche ai soci) per lamentare eventualmente difetti dei prodotti o dei servizi offerti dalle imprese. L'*exit* rappresenterebbe la possibilità per tali soggetti di non comprare più tali prodotti/servizi e rivolgersi pertanto ad imprese concorrenti; il rimedio di *voice* consisterebbe invece nella protesta diretta al *management* della società, che dovrebbe portare i responsabili a ricercare le cause dell'insoddisfazione e risolverle. Quest'ultimo rimedio, a differenza del primo, si caratterizza per la possibilità di graduare la propria intensità.

M. FRIEDMAN, *Capitalism and Freedom*, 1962, p. 91, considera il rimedio di *exit* il più efficiente, data la difficoltà di esprimere la propria "voce" attraverso gli "scomodi" canali politici (quest'ultimo rimedio è definito come l'azione politica per eccellenza).

confronti della società. Questo sistema appare evidentemente non soddisfacente per il socio inteso soprattutto come investitore. La società, dal suo canto, sarebbe anch'essa soggetta ai costi e alle incertezze intrinsecamente legate ad un procedimento giudiziario, con ricadute potenzialmente anche più dannose.

Il rimedio di *exit*, invece, sembra cogliere maggiormente le esigenze proprie di una moderna economia capitalistica. L'azionista di minoranza, infatti, difficilmente sarà attivo nella gestione societaria; il suo apporto dovrà più che altro essere considerato come un apporto di capitali (nella prospettiva della massimizzazione del proprio ritorno economico). Visto sotto questa luce, il socio di minoranza non avrà un particolare interesse a possedere azioni di una società piuttosto che di un'altra, avrà invece interesse a conseguire il miglior bilanciamento tra prospettive di guadagno e rischi che egli è disposto ad assumere, secondo le esigenze del proprio portfolio. Questa funzione del recesso è particolarmente esplicitata all'art. 2497-*quater*, c. 1, lett. a), c.c. allorché si fa riferimento all'alterazione sensibile e diretta delle condizioni economiche e patrimoniali della società [soggetta ad attività di direzione e coordinamento], la quale legittima il recesso. Il recesso permette al socio di non essere "prigioniero della società" e di "uscire" da questa per poter investire i relativi capitali in un'altra società che meglio soddisfi i parametri di investimento scelti. Tale caratteristica è ancor più evidenziata dalla possibilità di recedere solo parzialmente, scelta che appare giustificata dall'esigenza di diversificazione, attraverso il disinvestimento e il reimpiego della liquidità in altre iniziative. Qualora si tratti invece di un socio che, sebbene non di maggioranza, comunque si identifichi nel *business* di una determinata impresa (per ragioni storiche, di conoscenza del mercato o altro) e che quindi si presume detenga una partecipazione piuttosto rilevante, a tale azionista il diritto di recesso attribuirà, seppur indirettamente, un potere di *voice* e quindi di partecipazione attiva nell'assunzione delle decisioni societarie: quanto più rilevante sarà la partecipazione detenuta, tanto più efficace sarà la minaccia di esercizio del diritto di recesso. I benefici di una contrattazione endosocietaria, ancorché "indotta" più che spontanea, come nell'esempio in questione, sono stati da più parti evidenziati: il diritto di recesso è stato considerato strumento utile, se non indispensabile, di contrattazione tra soci perché in grado di comporre democraticamente interessi divergenti (c.d. *bargaining chip*), quali la necessità di modifiche funzionali e organizzative per la migliore allocazione della ricchezza comune e la conservazione dell'assetto pregresso "in nome di un pregiudizio nelle ragioni individuali o di categoria". In altre parole, sebbene la maggioranza azionaria cercherà presumibilmente di adottare decisioni senza coinvolgere le minoranze, queste potranno utilizzare lo strumento del recesso per pretendere di partecipare alla fase decisionale delle strategie societarie, con evidenti benefici in termini di certezza del diritto e di effettività di tutela.

Inoltre, semplificare le ipotesi di scioglimento del vincolo societario potrebbe produrre l'effetto di rendere il mercato maggiormente liquido, attirando in questo modo più investimenti. Come noto, infatti, gli investitori sono naturalmente orientati verso mercati liquidi, il cui pre-requisito è sicuramente quello di poggiare su un azionariato diffuso¹⁵⁹. Il recesso potrebbe così svolgere quello che tipicamente viene previsto contrattualmente nella prassi degli affari: la possibilità di disinvestire al verificarsi di determinate condizioni. E' ormai d'uso, nell'ambito dell'attività di M&A che l'investitore di minoranza si tuteli attraverso accordi, tipicamente parasociali, volti a garantirgli determinati diritti in sede decisionale in seno alla società oggetto dell'investimento. Tali accordi prevedono altresì solitamente la possibilità di uscire dalla stessa alla scadenza di determinati periodi di tempo, ovvero in presenza di forme di disaccordo con il socio di maggioranza (c.d. *deadlock*). Il diritto di recesso potrebbe quindi, in assenza di

¹⁵⁹ M. BECHT, *European Corporate Governance: Trading Off Liquidity Against Control*, 1999, disponibile sul sito www.ssrn.com.

espressa previsione delle parti, svolgere la positiva funzione delle *put options*, che attribuiscono al beneficiario il diritto di vendere la propria partecipazione a condizioni predeterminate.

Le considerazioni espresse sin'ora in favore del diritto di recesso meritano un ripensamento in relazione alle società quotate. Come detto, il recesso, nella sua accezione principale di strumento di *exit*, è un diritto la cui esigenza è particolarmente sentita allorché, in presenza di modifiche sostanziali che potrebbero mutare le prospettive di redditività, le caratteristiche della partecipazione o alterare profondamente le condizioni di rischio presenti al momento dell'adesione del socio alla società, il socio intenda dismettere il proprio investimento, ma ciò non risulti agevole. Questo è l'esempio delle società c.d. chiuse, le cui azioni non hanno un mercato in cui essere scambiate. Al contrario, nelle società quotate e in quelle che hanno titoli diffusi sul mercato, il socio che intenda "uscire" da una società potrà rapidamente farlo attraverso il trasferimento della propria partecipazione ad un prezzo – appunto – di mercato. La struttura delle società a larga base azionaria, però, mal si concilia con il recesso: il rischio di un esercizio congiunto da parte delle minoranze (che rappresentano spesso - in termini assoluti - la maggioranza) del suddetto diritto potrebbe costringere gli amministratori a rinunciare a gran parte delle operazioni anche se condotte nell'interesse sociale. Ancorché la procedura di liquidazione *ex art. 2347-^{quater} c.c.* miri a spostare solo residualmente il costo della dismissione sulla società, è facilmente immaginabile che una massiccia collocazione sul mercato potrebbe avere ripercussioni notevoli sul valore delle azioni, oltre che sul patrimonio della società, in particolare qualora il costo dovesse essere sopportato da quest'ultima. Nelle società chiuse, invece, il rischio sarebbe decisamente più sopportabile per la società e più coerente con la funzione di *voice* del recesso. Qualora la compagine azionaria di minoranza sia dimensionalmente limitata, questa avrà modo di negoziare con il socio di minoranza i progetti aziendali e societari. Nelle società quotate, di contro, la dispersione dell'azionariato di minoranza precluderebbe la possibilità di tale dialogo. Inoltre, con riferimento al valore di liquidazione delle azioni, l'art. 2437-*ter*, c. 3, c.c. prevede che per le società quotate esso sia determinato facendo esclusivo riferimento alla media aritmetica dei prezzi di chiusura nei sei mesi precedenti le deliberazioni legittimanti il recesso. Ne discende che, in periodi di contrazione del mercato, i soci potrebbero esercitare strumentalmente il diritto in parola qualora la media dei prezzi degli ultimi sei mesi sia superiore – circostanza alquanto probabile - al corrente prezzo di borsa, in spregio di qualunque valutazione economico-industriale. Per di più, l'eventualità appena descritta potrebbe impedire l'adozione di scelte strategiche significative per la società, particolarmente necessarie in contesti di crisi economica. E' lecito pertanto nutrire qualche dubbio circa l'opportunità di prevedere il diritto di recesso anche in relazione alle società quotate¹⁶⁰.

¹⁶⁰ Appare coerente con questa ricostruzione l'eccezione all'applicabilità dell'*appraisal right* per le società registrate al National Securities Exchange (68 *Del. Laws ch.* 337, §§ 3-4 (1991) e per le società con più di 2.000 soci, salvo diversa previsione dello statuto (*Del. Laws ch.* 50, § 262 (1967)). Oggi la *Section 262(b)(2)* prevede un'eccezione alla eccezione: anche qualora il diritto di *appraisal* sia escluso nei casi precedentemente menzionati, questo rivive se, in cambio delle proprie azioni, i soci dell'incorporata ricevano, anziché azioni dell'incorporante, denaro, titoli di debito/obbligazioni, diritti o altre proprietà (c.d. *market-out*). Da queste disposizioni si può chiaramente evincere come l'obiettivo principale del rimedio non sia più garantire liquidità ai soci dissenzianti in caso di modifiche strutturali di particolare rilevanza, proposito che ancora caratterizza il diritto di recesso europeo, bensì assicurare ad essi un valore equo di compensazione in caso di *freeze-out*. Lo sviluppo dei mercati di capitali ha infatti sempre più attribuito agli azionisti uno strumento di *exit* facilmente accessibile, rendendo assolutamente agevole il disinvestimento nelle società. Tale funzione è sicuramente meglio svolta dal mercato rispetto all'*appraisal* (W.T. ALLEN – R. KRAAKMAN – G. SUBRAMANIAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, 2009, pp. 475 ss.; E.L. FOLK III, *The Delaware General Corporation Law: A Commentary and an Analysis*, 1972, p. 391). Per ripercorrere l'evoluzione storica dello *Statute* del Delaware in tema di diritto di *appraisal* vd. R.S. THOMAS, *Revising the Delaware Appraisal Statute*, in *Delaware Law Rev.*, 2000, pp. 3 ss.

Alla luce delle precedenti considerazioni, appare apprezzabile la previsione di cui all'art. 2347-*quinquies* c.c. che riconosce il diritto di recesso ai soci che non abbiano concorso alla delibera di esclusione dalla quotazione. E' altresì condivisibile l'interpretazione secondo la quale la norma non troverebbe applicazione in caso di contestuale quotazione in un mercato regolamentato di un altro Paese membro (tale è, ad esempio, il caso di una fusione intracomunitaria tra due società quotate). Se, infatti, la tutela del recesso è riconosciuta per la limitazione della facoltà di *exit* del socio, questa criticità non sembra essere riscontrabile qualora il socio abbia comunque la possibilità di scambiare agevolmente le proprie azioni su un mercato regolamentato che offra le medesime garanzie di quello italiano.

Oltre alla funzione di *exit* e di *voice*, descritte in precedenza, il diritto di recesso, così come altre norme dettate per la tutela delle minoranze (OPA obbligatoria, azioni di responsabilità contro gli amministratori etc.), potrebbe ulteriormente fungere da strumento di controllo indiretto per l'operato degli amministratori con effetti anche migliori, sotto il profilo della performance economica, rispetto ad un coinvolgimento diretto degli azionisti stessi nella gestione sociale, come testimoniato da alcuni studi empirici. Il fenomeno della c.d. "apatia razionale" degli azionisti è infatti una caratteristica delle società a vasta base azionaria, tipicamente riscontrabile nelle moderne economie, nelle quali gli azionisti rinunciano ad intervenire nella gestione dell'attività in cambio di un ritorno economico sotto forma di crescita del valore della partecipazione o di dividendi. Dal punto di vista della società, la struttura del recesso permette inoltre a chi adotta le decisioni di avere chiaro ex ante il contesto economico dell'operazione in relazione all'esborso complessivo e ciò facilita sicuramente la pianificazione di strategie organizzative ed economiche che il rischio - ad esempio - di un risarcimento o un rimborso incerto *nell'an* e nel quantum potrebbe disincentivare