



DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

Cattedra di Diritto Privato Comparato

**FUSIONE TRANSFRONTALIERA E OPA
TRA UNIONE EUROPEA, ITALIA E REGNO UNITO**

Chiar.ma Prof.ssa
Barbara Santa De Donno
RELATORE

Chiar.mo Prof.
Domenico Benincasa
CORRELATORE

Francesco Pittalis
(Matricola 159153)
CANDIDATO

Anno Accademico 2022-2023

*Alla mia famiglia,
che non smette mai di credere in me
e di investire nel mio futuro.*

INDICE

INTRODUZIONE	4
CAPITOLO PRIMO - ANALISI E CONFRONTO TRA FUSIONE E OPA TRANSFRONTALIERE NEL DIRITTO COMUNITARIO	7
1.1. Fusione e acquisizione per la riorganizzazione aziendale.....	8
1.2. Disciplina comunitaria	15
1.2.1. Brevi cenni alla direttiva (UE) 2017/1132	20
1.2.2. Brevi cenni alla direttiva 2004/25/CE sulla offerta pubblica di acquisto.....	26
1.3. Ambito di applicazione delle Direttive comunitarie e diritto applicabile	32
1.4. Coinvolgimento dell'organo amministrativo	40
1.5. Tutela degli azionisti	46
1.6. Aspetti procedurali	55
CAPITOLO SECONDO - ATTUAZIONE DELLA DISCIPLINA COMUNITARIA TRA ITALIA E REGNO UNITO	63
2.1. Attuazione delle Direttive comunitarie nel sistema giuridico italiano.....	64
2.1.1. Attuazione Direttiva OPA 2004/25/CE nel sistema giuridico italiano.....	64
2.1.2. Attuazione Direttiva (UE) 2017/1132 nel sistema giuridico italiano.....	76
2.2. Attuazione delle Direttive comunitarie su fusione transfrontaliera e offerta pubblica di acquisto nel sistema giuridico britannico	88
CONCLUSIONI	98
BIBLIOGRAFIA	104

INTRODUZIONE

Fusioni e acquisizioni, generalmente indicate con i termini inglesi di *mergers and acquisitions (M&A)*, rientrano nel novero delle c.d. operazioni straordinarie, vista la loro intrinseca capacità di comportare rilevanti mutamenti nell'assetto economico e dimensionale delle imprese che le realizzano, incidendo altresì sui rilevanti interessi del mercato e delle parti coinvolte.

L'ambiente globale in cui le imprese operano si è evoluto in maniera significativa, spingendo le aziende a ricorrere sempre più spesso a operazioni di consolidamento per affrontare strategie differenti e sfruttare nuove opportunità di crescita, specialmente - nel contesto di un mercato sempre più orientato alla internazionalizzazione - in ottica transnazionale. Le fusioni e le acquisizioni, rendendosi in tal modo necessarie rispetto alle diverse esigenze di crescita aziendale, comportano, sin dalla loro originaria diffusione, rilevanti cambiamenti nel contesto economico e giuridico, con il conseguente affiorare di fondamentali esigenze normative e, soprattutto in contesti sovranazionali armonizzati come quello europeo, determinano l'emergere di ulteriori necessità di coordinamento.

Queste operazioni, dunque, se da un lato sono testimoni di un'attività economica fervente e di un'imprenditorialità dinamica, dall'altro sollevano questioni di notevole rilevanza regolamentare generando un grande interesse dei principali operatori giuridici, nazionali e sovranazionali.

L'intento principale del presente lavoro è quello di analizzare la regolamentazione prevista all'interno dell'Unione Europea in materia di fusioni transfrontaliere e offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere, in modo da poterne osservare i punti di contatto e le principali differenze, oltre che la loro attuazione nell'ordinamento giuridico dell'Italia e del Regno Unito.

Il primo capitolo dell'elaborato ha ad oggetto la comparazione delle due Direttive comunitarie ad oggi vigenti in queste materie: la Direttiva societaria 2017/1132, come modificata per ultimo dalla più recente Direttiva 2019/2121 per ciò che concerne la materia della fusione transfrontaliera, e la Direttiva 2005/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto.

Per procedere a tale comparazione, il capitolo prende le mosse da un esame di tipo aziendalistico delle operazioni straordinarie di fusione e acquisizione, così da

poterne illustrare l'utilità per lo sviluppo societario e, soprattutto, le esigenze di regolamentazione e tutela sottese ad esse, con particolare attenzione al contesto transnazionale. Completata questa analisi si procede poi ad un breve studio diacronico delle normative emanate in sede comunitaria per far fronte alle diverse esigenze. Sin dalle prime regolamentazioni, infatti, emerge come l'intento ispiratore del legislatore comunitario sia sempre stato quello di perseguire e realizzare una operazione di armonizzazione, al fine di rendere più chiaro e preciso il quadro normativo comunitario, in queste ed in altre numerose rilevanti materie. Esaminando attentamente la normativa inerente alle operazioni straordinarie, risulta evidente come il legislatore europeo si faccia carico del compito di rimuovere qualsiasi ostacolo o ambiguità concernente la natura transfrontaliera delle operazioni. Ciò con l'esplicito intento di ottimizzare l'integrazione del c.d. mercato unico europeo, conferendo una maggiore flessibilità e accessibilità agli strumenti operativi esaminati e preservando al contempo degli *standard* minimi di tutela relativi alle diverse parti coinvolte.

Su tali basi è poi possibile esaminare le varie e specifiche tematiche oggetto di regolamentazione da parte delle direttive citate. Gli aspetti di maggiore rilevanza trattati nel primo capitolo sono, anzitutto, l'ambito di applicazione delle direttive e la disciplina del diritto applicabile all'operazione, allo scopo di tracciare con precisione i contorni dell'azione comunitaria e gli spazi lasciati all'autonomia nazionale; si analizza poi il coinvolgimento dell'organo di amministrazione e la sua rilevanza per la conclusione dell'operazione; si osserva successivamente il coinvolgimento dei soci, mettendo in luce gli *standard* minimi di protezione previsti in loro favore; si analizzano infine i regimi procedurali delineati per ciascuna delle operazioni straordinarie in esame. Completata questa analisi è stato possibile rivolgere l'attenzione al recepimento delle diverse discipline nelle sedi nazionali.

Il secondo capitolo dell'elaborato ha ad oggetto l'attuazione delle direttive esaminate nell'ordinamento giuridico italiano e in quello britannico.

Nel contesto italiano l'attuazione della direttiva 2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto è stata realizzata attraverso il d.lgs. n. 229 emanato il 19 novembre 2007, che ha apportato sostanziali novità alla disciplina nazionale delineata dal Testo Unico Finanziario, principale baluardo legislativo nazionale in materia di OPA.

L'analisi del presente elaborato considera poi sviluppi normativi recenti per quanto concerne la disciplina della fusione transfrontaliera. In tale materia è infatti intervenuto il d.lgs. 19/2023, volto al recepimento nazionale delle modifiche intervenute per mezzo della Direttiva 2019/2121. Prima dell'entrata in vigore del d.lgs. 19/2023 la disciplina di attuazione delle direttive comunitarie in materia di fusione transfrontaliera era contenuta all'interno del d.lgs. n. 108 emanato il 30 maggio 2008. Il decorso di un tale considerevole lasso temporale rispetto alla disciplina nazionale odierna mette in luce, dunque, l'evidenza del fatto che la nuova disciplina risulti intrisa di numerose e importanti novità rispetto a quella precedentemente in vigore, rendendo così ineludibile una approfondita e pressoché nuova disamina.

Le direttive comunitarie analizzate nel primo capitolo hanno avuto per lungo tempo attuazione anche nel contesto britannico, il quale predisponeva appositi strumenti legislativi volti al loro recepimento. Il quadro normativo societario del Regno Unito, tuttavia, ha subito delle modifiche in seguito alla realizzazione del recesso dall'Unione Europea. Il presente elaborato analizza i principali cambiamenti derivanti dalla *brexit* nel quadro normativo nazionale in materia di *mergers* e *takeovers*, così da comprendere la natura dei mutamenti intervenuti e le loro conseguenti implicazioni giuridiche.

In conclusione, si ripercorre l'analisi complessivamente intrapresa, per svolgere una riflessione finale sulle principali divergenze, convergenze e peculiarità della normativa analizzata, sia in sede comunitaria, sia nei diversi contesti nazionali presi in considerazione.

**CAPITOLO PRIMO - ANALISI E CONFRONTO TRA
FUSIONE E OPA TRANSFRONTALIERE NEL DIRITTO
COMUNITARIO**

*SOMMARIO: 1.1 Fusione e acquisizione per la riorganizzazione aziendale –
1.2 Disciplina comunitaria - 1.2.1. Brevi cenni alla direttiva (UE) 2017/1132 - 1.2.2.
Brevi cenni alla direttiva 2004/25/CE sulla offerta pubblica di acquisto - 1.3. Ambito
di applicazione delle Direttive comunitarie e diritto applicabile - 1.4. Coinvolgimento
dell'organo amministrativo - 1.5. Tutela degli azionisti - 1.6. Aspetti procedurali*

1.1. Fusione e acquisizione per la riorganizzazione aziendale

Nell'ambito aziendale, la definizione dei confini organizzativi riveste un ruolo fondamentale nella definizione dell'identità e del perimetro di azione di un'impresa¹. I confini, che possono essere delineati in termini geografici, settoriali o legati ai prodotti e servizi, svolgono infatti una funzione strategica di grande importanza per gli imprenditori.

I confini geografici rappresentano l'area geografica in cui un'azienda decide di operare; la scelta di tali confini dipende da una serie di fattori, tra cui le opportunità di mercato, la presenza di infrastrutture e canali di distribuzione, nonché le considerazioni logistiche e di internazionalizzazione. Gli imprenditori devono valutare attentamente i confini geografici al fine di identificare e sfruttare le opportunità di crescita e di espansione, tenendo conto dei rischi e delle sfide specifiche legate a ciascuna regione o mercato (c.d. internazionalizzazione).

I confini settoriali, invece, riflettono il campo di attività di un'azienda all'interno di un particolare settore industriale. Ogni settore presenta dinamiche proprie, caratterizzate da tendenze, normative e concorrenza specifiche. L'identificazione dei confini settoriali consente agli imprenditori di comprendere appieno il contesto competitivo in cui operano, di individuare le opportunità emergenti e di posizionarsi in modo differenziato rispetto ai *competitors*. Nel dettaglio, l'azienda può optare per una strategia di focalizzazione su un singolo prodotto o servizio, cercando di eccellere in quel campo specifico o, al contrario, può scegliere di diversificare la propria offerta, espandendo la gamma di prodotti o servizi per soddisfare un pubblico più ampio (c.d. diversificazione). La scelta dei confini settoriali richiede una solida analisi di mercato, un'attenta valutazione delle risorse e delle competenze distintive dell'azienda e una comprensione approfondita delle dinamiche di settore².

Per ultimo, i confini dimensionali di un'impresa si riferiscono alla sua scala, portata e dimensione in relazione alle attività commerciali che svolge. Questi confini definiscono i limiti all'interno dei quali l'azienda opera e influenza il mercato con la sua presenza e/o con il suo impatto complessivo. La valutazione dei confini dimensionali è di primaria importanza per la valutazione di potenziali processi di

¹ FIORI GIOVANNI, TISCINI RICCARDO. *Economia aziendale*. Terza edizione. Milano: Egea, 2020, p.33 ss.

² Cfr. SICCA, LUCIO. *Strategia di crescita e comportamento organizzativo*. 2013. Padova: Cedam

integrazione lungo la catena economica e produttiva³. Questi processi comprendono l'occupazione di settori precedentemente presidiati dai fornitori dell'impresa (c.d. integrazione verticale) o dai propri clienti (c.d. integrazione a valle).

Tuttavia, i confini aziendali non sono immutabili. L'evoluzione del mercato, i cambiamenti normativi, le nuove tecnologie e le dinamiche competitive richiedono un'attenta valutazione e, se necessario, un adeguamento dei confini aziendali⁴. Gli imprenditori devono rimanere agili e adattabili, monitorando costantemente l'ambiente esterno e valutando la pertinenza dei confini aziendali esistenti.

I confini aziendali non sono quindi semplici limiti fisici o concettuali, ma piuttosto linee guida strategiche, in continua evoluzione, che aiutano e in un certo senso determinano gli imprenditori a prendere decisioni cruciali. L'abilità di stabilire confini appropriati e di adattarli in modo tempestivo costituisce una competenza critica per gli imprenditori che desiderano guidare la propria azienda verso il successo duraturo.

La definizione dei confini aziendali rappresenta dunque un aspetto fondamentale nella pianificazione strategica e nel posizionamento di un'azienda.

Partendo dal corretto presupposto secondo cui il primario obiettivo di un'impresa risiede nel creare valore, inteso quale abilità di perpetuarsi e prosperare nel corso del tempo, conferendo un'apprezzabile plusvalenza economica ai soci, unitamente ad un apprezzamento delle risorse e dell'essenza intrinseca dell'impresa stessa, consegue come imprescindibile corollario logico di tale argomentazione la deduzione che, nell'ambito della gestione aziendale, si propenderà invariabilmente verso la decisione che conferirà i massimi benefici futuri in termini di valore.⁵

In tale ottica, si perviene alla conclusione che la strategia di un'impresa rappresenta un processo logico intrinseco, volto a definire con precisione le operazioni necessarie per gestire in maniera ottimale le complesse interazioni con gli *stakeholder* coinvolti e, al contempo, capitalizzare nel miglior modo possibile i fattori di successo disponibili⁶.

³ FIORI, TISCINI, in *op. cit.* p. 42 ss.

⁴ GIUNTA, FRANCESCO. *Economia aziendale*. Quarta edizione. Milano, Wolters Kluwer, 2022, p.29 ss.

⁵ FIORI, TISCINI, in *op. cit.* p.85 ss.

⁶ FONTANA FRANCO, CAROLI MATTEO G. *Economia e gestione delle imprese*. 5. edizione. Milano, McGraw-Hill Education, 2017, p. 99 ss.

La diversificazione, l'internazionalizzazione e l'integrazione sono strategie di crescita specifiche per un'impresa, conosciute come strategie *corporate*⁷, che possono essere perseguite attraverso processi di sviluppo interni o esterni⁸.

La crescita interna, comunemente indicata come crescita organica, si configura come il processo di accrescimento e sviluppo delle attività imprenditoriali mediante l'impiego mirato delle risorse e delle competenze intrinseche già presenti nel tessuto aziendale. Operando i primi cenni di natura strettamente giuridica, questa tipologia di approccio coinvolge unicamente l'impresa stessa, senza l'intervento di soggetti esterni.

La crescita per vie esterne invece, nota anche come crescita inorganica, si materializza attraverso l'espansione dell'impresa mediante l'aggregazione sinergica con altre realtà imprenditoriali già esistenti, mediante l'esecuzione di operazioni straordinarie quali fusioni, acquisizioni o alleanze strategiche. Questa strategia consente di ottenere un rapido ampliamento della portata e delle capacità aziendali, sfruttando sinergicamente risorse complementari e vantaggi competitivi presenti nel contesto di mercato. Con essa, inoltre, si dà attuazione al paradigma economico della grande impresa indipendente, consistente in un'unica entità organizzativa che svolge un'ampia gamma di attività economiche in modo integrato⁹.

In questo contesto si è soliti parlare di M&A (*Mergers and Acquisitions*) per identificare l'insieme delle operazioni di aggregazioni di aziende, qualificate dalla dottrina aziendalistica come operazioni straordinarie¹⁰, vista la loro natura eccezionale rispetto alla gestione ordinaria della società e viste anche le conseguenze modificative che esse comportano, sia nei confronti della struttura economica e dimensionale dell'impresa, sia nei confronti dei diversi operatori del mercato¹¹.

Benché, mediante l'utilizzo di una terminologia impropria, il concetto di M&A ricomprenda al suo interno una vasta serie di operazioni finanziarie e strategiche, nell'ambito della presente trattazione ci soffermeremo sull'analisi degli istituti della fusione e della acquisizione.

⁷ FIORI, TISCINI, in *op. cit.* p.92 ss.

⁸ Sul tema si veda CANZIANI, ARNALDO. *Lezioni di economia aziendale*. Cedam, 2020, p. 445 ss.

⁹ FIORI, TISCINI, in *op. cit.* p.42 ss.

¹⁰ Sulle questioni inerenti alla mancata qualificazione giuridica delle operazioni straordinarie si veda NIGRO, ALESSANDRO. *Diritto delle operazioni straordinarie*. Società editrice il Mulino, 2022

¹¹ Cfr. SICCA LUCIO, NAPOLITANO MARIA ROSARIA. *Le acquisizioni e le fusioni come attività strategiche*. Cedam, 2001

Tra le diverse operazioni straordinarie esse sono quelle connotate dal massimo grado di integrazione e sono spesso considerate le più efficaci misure volte alla realizzazione delle strategie e degli obiettivi prima menzionati¹².

I termini fusione e acquisizione vengono spesso (e impropriamente) utilizzati come sinonimi, tuttavia, nonostante presentino numerosi tratti affini, è imprescindibile intraprendere una netta demarcazione in virtù del fatto che costituiscono atti finanziari straordinari permeati da rilevanti differenze giuridiche ed economiche¹³.

Il concetto di fusione (*merger* in inglese) denota l'operazione strategica mediante la quale due o più entità societarie convergono per dar vita a una singola realtà aziendale integrata¹⁴. Questa sinergia corporativa può essere realizzata attraverso due modalità distintive:

1. La creazione ex novo di una nuova società, che si erge a sostituzione delle società partecipanti alla fusione, assumendo il controllo e l'attuazione delle loro attività commerciali (fusione in senso stretto).
2. L'assorbimento di una o più società preesistenti da parte di un'entità societaria già esistente, configurando così una fusione per incorporazione. La fusione per incorporazione può assumere una natura "diretta", quando la società madre incorpora la società controllata, oppure una natura "inversa", quando è la società controllata a incorporare la società madre.

La fusione rappresenta un meccanismo di consolidamento delle imprese societarie, finalizzato ad ampliare la loro dimensione e competitività nel mercato.

Attraverso la fusione, si sostituisce una molteplicità di società con un'unica entità: la società incorporante o la nuova società che emerge dalla fusione. Di conseguenza, si verifica una riduzione ad unità dei patrimoni delle singole società e la convergenza dei rispettivi soci all'interno di una struttura organizzativa unificata, che prosegue l'attività di tutte le società preesistenti¹⁵.

Diversamente, l'acquisizione (*acquisition* in inglese) può essere descritta come un'operazione mediante la quale un'impresa ("buyer") acquisisce una partecipazione

¹² CAPASSO ARTURO, MEGLIO OLIMPIA. *Fusioni e acquisizioni: teorie, metodi, esperienze*. Franco Angeli, 2009, p. 85 ss.

¹³ Cfr. CAIAZZA, ROSA. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*. Giappichelli, 2011, p. 40 ss.

¹⁴ CAMPOBASSO, GIAN FRANCO. *Diritto commerciale*, volume 2, *Diritto delle società*, in CAMPOBASSO MARIO (a cura di). *Diritto commerciale*. 10. edizione. Torino, UTET Giuridica, 2022, p. 656

¹⁵ CAMPOBASSO, in *op. cit.*, p. 657

di controllo nel capitale sociale di un'altra società (“*target*”), acquista l'azienda nel suo complesso o specifiche branche operative, o ne assume il controllo attraverso accordi contrattuali di natura diversa¹⁶.

Diverse ragioni possono giustificare l'avvio di una procedura acquisitiva. In alcuni casi, l'impresa può optare per l'acquisizione di una partecipazione non di controllo in una o più società diverse, al fine di instaurare una sinergica collaborazione produttiva in grado di favorire l'espansione del proprio volume d'affari e delle proprie dimensioni aziendali. In altri casi, un'impresa potrebbe avviare tale operazione con il fine di espandersi in mercati di difficile accesso o con il semplice fine di integrare le proprie risorse e capacità con quelle della società acquisita. Ancora, si potrebbe intraprendere una partecipazione in una società centrale di un raffinato ambiente finanziario, al fine di accedere a peculiari opportunità informative, commerciali e di sviluppo¹⁷.

In sostanza, l'operazione di acquisizione si caratterizza per una straordinaria diversità di motivazioni che ne giustificano l'attuazione e, conseguentemente, si riscontra una corrispondente ampia varietà di approcci e modalità contrattuali impiegate nel processo di acquisizione e nella sua relativa regolamentazione negoziale.

Le operazioni di acquisizione incarnano le dinamiche del mercato e rientrano essenzialmente nel campo della libertà di iniziativa economica e dell'autonomia contrattuale. Nonostante ciò, è opportuno notare che alcuni aspetti dell'operazione potrebbero essere soggetti a una regolamentazione di natura pubblicistica¹⁸ volta a bilanciare gli interessi pubblici con la libertà di impresa e gli interessi delle parti coinvolte nell'operazione di acquisizione.

Queste esigenze vengono in rilievo soprattutto nell'ambito delle società con azionariato diffuso¹⁹, in particolare nei confronti delle società quotate (“*listed company*”).

¹⁶ Cfr. NAPOLITANO, MARIA ROSARIA. *La gestione dei processi di fusione e acquisizione di imprese*. Milano, Franco Angeli, 2003, p. 22 ss.

¹⁷ UBERTAZZI, TOMMASO MARIA. *Il procedimento di acquisizioni di imprese*. Wolters Kluwer Italia, 2008, p. 7

¹⁸ UBERTAZZI, in *op. cit.* p. 8

¹⁹ I modelli di *governance* delle strutture proprietarie diffuse sono peculiari delle realtà capitalistiche anglosassoni e si distinguono per una marcata separazione tra proprietà e controllo, ossia tra gli azionisti che detengono il patrimonio azionario della società e i dirigenti (o *manager*) che sovrintendono alla gestione operativa dell'azienda; si veda in tal senso FIORI GIOVANNI, TISCINI RICCARDO. *Economia aziendale*. Terza edizione. Milano, Egea, 2020, p. 65 ss.

In questo contesto una speciale disciplina pubblicistica è prevista per l'acquisto delle partecipazioni rilevanti di società quotate ("*takeover*"), volta a garantire la trasparenza delle operazioni, la tutela degli azionisti e degli investitori, nonché la corretta funzionalità dei mercati finanziari.

Dopo aver esaminato i tratti essenziali delle due operazioni straordinarie, ovvero la fusione e l'acquisizione, possiamo procedere ora a identificare quelle che sono le prime differenze giuridiche rilevanti intercorrenti tra i due istituti.

In una prospettiva strutturale, abbiamo precedentemente osservato come le fusioni implicano una convergenza sia dal punto di vista giuridico che economico delle società coinvolte: più aziende si combinano per formare una singola entità. D'altra parte, sulla base della definizione di acquisizione precedentemente esposta, si può intuire come all'esito dell'operazione stessa le aziende coinvolte continuano a esistere come entità separate. In sintesi, la differenza strutturale fondamentale tra le fusioni e le acquisizioni societarie risiede nella creazione, mediante le fusioni, di una entità giuridica unificata, mentre nelle acquisizioni si concretizza l'instaurazione di un rapporto di dominio e controllo tra due entità aziendali distinte.

Queste differenze strutturali determinano inevitabili implicazioni sul piano dei rapporti sociali, del controllo e della proprietà. Attraverso la fusione, i patrimoni delle diverse società coinvolte vengono unificati in una sola entità organizzativa, mentre i rispettivi soci diventano parte integrante di questa nuova struttura. L'entità risultante dalla fusione continua l'attività di tutte le società preesistenti, le quali, a seguito della fusione stessa, si estinguono, fatta eccezione per la fusione per incorporazione. L'aspetto peculiare della fusione è quindi che le società coinvolte si estinguono senza richiedere alcuna definizione esplicita dei rapporti con terze parti e tra i propri soci²⁰. In altre parole, la fusione si conclude senza necessità di rinegoziare o modificare gli accordi o gli obblighi con terzi o tra i soci delle società fuse. In seguito alla fusione, la società incorporante o la neocostituita acquisisce i diritti e gli obblighi delle società partecipanti, mantenendo intatti tutti i loro rapporti, inclusi quelli di natura legale, esistenti prima della fusione. Di conseguenza, i creditori delle società estinte avranno il diritto di far valere i propri crediti sul patrimonio unitario della società risultante dalla fusione. I soci delle società estinte assumono la qualità di soci nella società incorporante o di nuova costituzione e ricevono in contropartita delle loro precedenti

²⁰ CAMPOBASSO, in *op. cit.* p. 657

quote o azioni, delle nuove quote o azioni di quest'ultima, secondo un predefinito rapporto di cambio. Dal punto di vista sostanziale, tale transizione rappresenta una continuità, piuttosto che un esaurimento, del contratto sociale per i soci, sebbene l'implementazione avvenga ora all'interno di un'unica entità societaria e attraverso una rinnovata e integrata struttura organizzativa²¹.

Un simile giudizio di continuità, emergente dall'evento estintivo, non si configura invece come necessario in ambito acquisitivo. Come anticipato, l'assunzione di partecipazioni rappresenta lo strumento primario, anche se non esclusivo, attraverso il quale si determina il fenomeno della c.d. influenza dominante, destinata a realizzare l'ulteriore fenomeno del "controllo societario" e del "gruppo di società". Questi processi danno luogo all'aggregazione di imprese societarie giuridicamente autonome e separate, ma tutte soggette a una direzione unitaria. Di conseguenza, i principi fondamentali della distinta soggettività giuridica e dell'autonomia formale non determinano l'emergere di un nuovo soggetto giuridico o di un nuovo centro di imputazione dei rapporti giuridici sovrapposto alle singole società che ne fanno parte²². Questa configurazione non si traduce altresì in una unitaria attività giuridica di impresa, ma si manifesta piuttosto come un'attività direzionale e di controllo finalizzata al perseguimento di un fine condiviso. In questa prospettiva vengono adottati appositi dispositivi che, da un lato, permettono il perseguimento dell'interesse di gruppo e, dall'altro, introducono una salvaguardia a vantaggio degli azionisti e dei creditori delle società controllate, che agiscono come vincoli o deterrenti per limitare e circoscrivere il pieno dispiegarsi dell'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento da parte dell'acquirente.

Infine, sussistono distinzioni per complessità e tempistiche. Nell'ambito dell'acquisizione, l'azienda acquirente si appropria del controllo sulla società *target*. Gli azionisti della società bersaglio possono essere indennizzati o ottenere azioni della società acquirente, tuttavia, è l'azienda acquirente stessa a diventare la legittima proprietaria della società *target*. Le fusioni si configurano invece come una sfida gestionale di notevole complessità, in quanto implicano l'integrazione di diverse culture aziendali, sistemi operativi, processi e strutture organizzative. Tale processo di integrazione è dunque generalmente valutato come maggiormente dispendioso in

²¹ *Ibid*

²² CAMPOBASSO, in *op. cit.* p. 282

termini tempistici e di sforzo, al fine di garantire una transizione agevole e il raggiungimento dei benefici attesi. Le acquisizioni, in linea di principio possono essere eseguite con maggiore celerità rispetto alle fusioni, poiché si concentrano principalmente sulla traslazione diretta della proprietà e del controllo dalla società *target*. Tuttavia, l'integrazione stessa richiede comunque un periodo di tempo per sincronizzare le operazioni e conseguire i risultati prefissati.

1.2. Disciplina comunitaria

È importante notare che le differenze tra fusione e acquisizione prima menzionate possono variare in base alle circostanze specifiche di ogni operazione e alle normative vigenti nel paese in cui avvengono.

Un fenomeno di particolare rilevanza, oggetto centrale della presente analisi, è costituito dalle operazioni straordinarie transfrontaliere. Quando si parla di *Cross-Border M&A* o "fusioni e acquisizioni transfrontaliere", ci si riferisce a operazioni in cui un'impresa di un paese acquisisce o si fonde con un'impresa di un altro paese²³. Queste transazioni coinvolgono due o più giurisdizioni nazionali e comportano l'attraversamento dei confini nazionali.

Come prima anticipato, le operazioni di *cross-border M&A* offrono alle aziende opportunità di espansione in nuovi mercati, accesso a risorse o tecnologie che potrebbero non essere facilmente disponibili nel proprio paese e diversificazione del rischio aziendale²⁴. Tuttavia, queste transazioni comportano anche rilevanti problemi di coordinamento, soprattutto da un punto di vista normativo e legale, rispetto ai paesi coinvolti.

In questo senso possiamo comprendere facilmente la previsione di normative sovranazionali volte alla realizzazione del coordinamento e dell'armonizzazione delle diverse normative nazionali coinvolte, e alla tutela dei principi economici e giuridici fondamentali che regolano il buon andamento e il corretto funzionamento del mercato.

Un particolare contesto nell'ambito del quale vengono in rilievo tali esigenze è sicuramente il contesto europeo.

²³ Cfr. CAIAZZA, in *op. cit.* p. 3 ss.

²⁴ SALVI, ANTONIO. *M&A crescita esterna e creazione di valore*. Egea editore, 2015, p.7 ss.

Nell'ambito europeo, di fronte a una situazione frammentata, l'Unione Europea, sin dalle sue origini, si è assunta il nobile intento di creare un ambiente normativo uniforme e chiaro che faciliti il contesto imprenditoriale comunitario²⁵.

L'armonizzazione dei regimi giuridici nazionali può contrastare la frammentarietà del diritto intracomunitario e il connesso rischio che la stessa pregiudichi e/o ostacoli, in ambito societario, lo sviluppo e la crescita delle imprese.

Orbene, la stessa promozione di un coordinamento normativo interno può portare numerosi vantaggi al mercato intracomunitario. Un ambiente normativo uniforme e chiaro contribuisce innanzitutto all'efficienza economica, in quanto un contesto normativo coerente e ben definito evita alle imprese l'onere di adattarsi a normative differenti in ciascuno Stato membro e consente loro di risparmiare tempo, risorse e costi legali connessi all'adeguamento ad un mosaico di incertezze normative. Un ambiente normativo uniforme favorisce la creazione di un mercato interno forte e integrato, infatti, eliminando le barriere normative tra gli Stati membri, le imprese possono beneficiare di una maggiore circolazione di beni, servizi, capitali e persone. Infine, un ambiente normativo uniforme e chiaro garantisce una maggiore chiarezza e sicurezza giuridica, sia per le imprese che comprendono agevolmente i loro obblighi, che per i cittadini, che acquisiscono la titolarità dei relativi diritti.

In questo modo l'UE può stimolare la crescita economica, migliorare la competitività delle imprese europee e fornire un contesto più favorevole per l'innovazione e lo sviluppo²⁶.

Giova qui menzionare il dettato dell'art.114 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea²⁷ (TFUE), inserito all'interno del capo 3 del Trattato, intitolato "Ravvicinamento delle legislazioni" e, recante la disposizione "[...] Il Parlamento europeo e il Consiglio, deliberando secondo la procedura legislativa ordinaria e previa consultazione del Comitato economico e sociale, adottano le misure relative al ravvicinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative degli Stati membri che hanno per oggetto l'instaurazione ed il funzionamento del mercato interno".

²⁵ Sul tema si veda GAGLIARDI, GUIDALBERTO. *L'attività di Mergers and Acquisitions in Europa: situazione e prospettive*. Amministrazione e finanza, volume 28, fascicolo 7, 2013, p. 77 ss.

²⁶ *Ibid*

²⁷ Ex art. 95 TCE, ex art. 100 Tratt. CEE

L'armonizzazione del diritto delle società, come era contemplato nell'art. 3, lett. h) del Trattato CEE, volto al "ravvicinamento delle legislazioni nazionali nella misura necessaria al funzionamento del mercato comune", si radica su fondamenta giuridiche di differente rango e natura. In cima alla gerarchia si collocano i Trattati istitutivi della Comunità e successivamente dell'Unione, costituendo la suprema espressione normativa. Parallelamente, troviamo il *corpus* normativo derivato, quale le direttive e i regolamenti, fungenti da meccanismi di trasmissione delle disposizioni sovranazionali. Da non sottovalutare, inoltre, l'apporto delle convenzioni internazionali negoziate nell'ambito istituzionale dell'Unione, unitamente a strumenti non cogenti, come ad esempio le raccomandazioni, che, pur mancando di forza imperativa, concorrono alla promozione dell'armonizzazione del diritto delle società²⁸.

Uno strumento basilare mediante il quale la Comunità Europea persegue le finalità transnazionali anzidette è costituito dalla libertà di stabilimento²⁹. Tale libertà trova formale riconoscimento nell'art. 49 TFUE, in previsione del quale "Nel quadro delle disposizioni che seguono, le restrizioni alla libertà di stabilimento dei cittadini di uno Stato membro nel territorio di un altro Stato membro vengono vietate" e, "Tale divieto si estende altresì alle restrizioni relative all'apertura di agenzie, succursali o filiali, da parte dei cittadini di uno Stato membro stabiliti sul territorio di un altro Stato membro".

La libertà di stabilimento trova poi espresso riconoscimento anche nei confronti delle società, in quanto, secondo il prosieguo dello stesso art. 49, secondo comma, TFUE "La libertà di stabilimento importa l'accesso alle attività autonome e al loro esercizio, nonché la costituzione e la gestione di imprese e in particolare di società ai sensi dell'articolo 54, secondo comma, alle condizioni definite dalla legislazione del paese di stabilimento nei confronti dei propri cittadini" e, secondo quanto disposto dal richiamato art. 54 TFUE, "Le società costituite conformemente alla legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale all'interno dell'Unione, sono equiparate, ai fini dell'applicazione delle disposizioni del presente capo, alle persone fisiche aventi la cittadinanza degli Stati

²⁸ Cfr. BENEDETTELLI MASSIMO, LAMANDINI MARCO. *Il diritto societario europeo e internazionale*. Torino, UTET Giuridica, 2017, p. 179 ss.

²⁹ Cfr. DORRESTEIJN ADRIAAN, MONTEIRO TIAGO. *European Corporate Law*. Wolters Kluwer Law & Business, 2017, p.32 ss.

membri.” Il medesimo art. 54 TFUE prosegue poi delineando la definizione di “società” ricompresa in tale disciplina, statuendo che “Per società si intendono le società di diritto civile o di diritto commerciale, ivi comprese le società cooperative, e le altre persone giuridiche contemplate dal diritto pubblico o privato, ad eccezione delle società che non si prefiggono scopi di lucro.”.

In sostanza, dalla disamina degli artt. 49-54 TFUE, la libertà di stabilimento si configura, dunque, come diritto fondamentale riconosciuto alle persone fisiche e alle società insediate all’interno del contesto comunitario, consentendo loro di esercitare qualsiasi forma di attività economica e di insediarsi in qualsiasi Stato membro distinto da quello originario³⁰. I detentori di tale prerogativa sono tanto i soggetti espressamente enunciati nell’art. 49 TFUE, quanto le società regolarmente costituite in aderenza alla legislazione di uno Stato membro e che abbiano stabilito la loro sede sociale, amministrazione centrale o principale centro di attività all’interno del territorio dell’Unione Europea, conformemente a quanto prescritto dall’art. 54 del medesimo TFUE³¹.

La componente del mercato unico direttamente ricavabile dal TFUE è realizzata poi da una serie di disposizioni che, conferendo determinati diritti agli interessati o imponendo una serie di divieti agli Stati membri (c.d. integrazione negativa), mirano ad assicurare la libera circolazione di merci (artt. 28-30 e 34-37 TFUE), persone (artt. 20-21-45 TFUE), servizi (artt. 56-58 e 60-62 TFUE) e capitali (artt. 63-66 TFUE); misure complementari alla libertà di stabilimento esaminata³². Le disposizioni del Trattato citate hanno rivestito una grande importanza per l’instaurazione del mercato unico. Esse contengono infatti norme precise e incondizionate, idonee pertanto a produrre effetti diretti negli ordinamenti interni degli Stati membri e ad attribuire ai soggetti interessati il diritto ad ottenerne il rispetto da parte degli Stati stessi,

³⁰ TIGNANI, SACHA BALSAMO. *Mobilità transnazionale e stabilimento delle società nell’odierno mercato unico europeo*. Contratto e Impresa - Europa, 2015, p.285 ss.

³¹ Sulle modalità di esercizio del diritto di stabilimento si veda PEDERZINI, ELISABETTA. *Percorsi di diritto societario europeo*. Giappichelli, 2007, p.95 ss.; MUCCIARELLI, FEDERICO MARIA. *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari*. Giurisprudenza commerciale, 2000, p. 559 ss.

³² DANIELE LUIGI, AMADEO STEFANO. *Diritto del mercato unico europeo e dello spazio di libertà, sicurezza e giustizia*. Quinta edizione. Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021, p.10 ss.; Cfr. RIGHINI, ALBERTO. *Il trasferimento transnazionale della sede sociale*. Contratto e impresa, 2006, 1, p. 755 ss.

ricorrendo, se necessario, ai giudici nazionali³³.

Tutte queste fondamentali libertà riconosciute all'interno della Comunità europea rappresentano un pilastro giuridico indispensabile per la realizzazione delle operazioni straordinarie transfrontaliere, oggetto centrale del presente elaborato. È importante evidenziare però il fatto che, ai fini di una corretta e piena realizzazione delle basi giuridiche esaminate, l'imperativa necessità di omogeneizzazione delle normative degli Stati membri rende evidenti peculiari e specifiche finalità di tutela nell'ambito delle stesse operazioni straordinarie.

In queste materie, in un'ottica imprenditoriale, si ravvisa un accresciuto interesse verso la crescita e la competitività delle imprese³⁴, la mitigazione degli oneri amministrativi³⁵ e l'ottimizzazione dell'efficienza del mercato del controllo societario³⁶.

Per ciò che concerne invece l'ottica delle diverse parti coinvolte in tali operazioni straordinarie, emergono ulteriori preminenti interessi. I soci di minoranza nutrono la legittima preoccupazione di non subire illegittime sottrazioni dei proventi privati connessi al controllo³⁷, mentre i creditori ambiscono a evitare ingiustificate pregiudiziali ai loro interessi, con l'auspicio di una maggiore trasparenza societaria³⁸.

Tutti questi interessi verranno adottati come finalità primaria di tutela da parte dei vari strumenti legislativi di cui l'ordinamento comunitario dispone, come sancito anche dall'art. 50, lett. g), TFUE, recante tale ulteriore disposizione normativa: "Per realizzare la libertà di stabilimento in una determinata attività, il Parlamento europeo e il Consiglio deliberano mediante direttive secondo la procedura legislativa ordinaria, previa consultazione del Comitato economico e sociale. Il Parlamento europeo, il Consiglio e la Commissione esercitano le funzioni loro attribuite in virtù delle disposizioni che precedono, in particolare: [...] g) coordinando, nella necessaria

³³ Sul punto è importante sottolineare il ruolo centrale svolto dalla Corte di Giustizia che, con le sue numerose pronunce, ha dato effettività e positività alle libertà esaminate. Si veda ad esempio il caso *Daily Mail*, il caso *Centros*, il caso *Cartesio*, la sentenza *Polbuld*.

³⁴ Sul punto si veda il Piano di azione (*Action Plan*) adottato nel 2003 dalla Commissione CE

³⁵ Sul punto si veda l'*Action Plan* del 2012 con cui la Commissione CE si impegna a "ridurre gli oneri amministrativi per le imprese e migliorare la qualità della normativa applicabile alle imprese"

³⁶ Vedi già l'*Action Plan* del 2003

³⁷ *Ibid*

³⁸ Riguardo questi ultimi interessi si veda l'*Action Plan* del 2003 volto a favorire il processo di armonizzazione del diritto societario soprattutto per ciò che concerne la tutela minima da assicurare agli azionisti di minoranza, ai creditori sociali e ai lavoratori. Lo stesso Piano di azione fa infatti riferimento a tale primario obiettivo: "assicurare una tutela efficace e proporzionata degli azionisti e dei terzi deve essere al centro di qualsiasi politica in materia di diritto delle società"

misura e al fine di renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società a mente dell'articolo 54, secondo comma per proteggere gli interessi tanto dei soci come dei terzi;”.

Delineati i principali interessi sottesi alla creazione di un mercato intracomunitario forte e integrato, e individuati i relativi strumenti di tutela e le relative basi giuridiche, giova qui operare una breve premessa metodologica. La presente analisi si concentrerà ora sul quadro giuridico dell'UE in materia di fusioni transfrontaliere (Direttiva (UE) 2017/1132) e sul quadro giuridico europeo in materia di offerte pubbliche di acquisto transfrontaliere (Direttiva 2004/25/CE).

Dopo aver operato un breve esame diacronico delle direttive intracomunitarie menzionate, si proseguirà identificando i più salienti aspetti di disparità delle stesse, rispetto alle principali questioni giuridiche comuni relative alle operazioni straordinarie di fusione e acquisizione.

1.2.1. Brevi cenni alla direttiva (UE) 2017/1132

In virtù di quanto enunciato in precedenza, la Comunità Europea ha costantemente concepito la fusione transfrontaliera come un catalizzatore essenziale per la crescita delle società, sottolineandone la sua rilevanza intrinseca. Di conseguenza, si è ritenuto indispensabile predisporre nel corso degli anni interventi comunitari finalizzati all'istituzione di una disciplina comune.

Già a partire dall'anno 1967 è stato intrapreso un articolato *iter* istituzionale al fine di introdurre un *corpus* normativo chiaro ed esaustivo che favorisse l'effettiva realizzazione di fusioni intra-UE³⁹.

Prima dell'intervento del legislatore europeo, l'esito positivo di un'operazione di fusione transfrontaliera intracomunitaria risultava ostacolato a causa dell'eterogeneità giuridica tra gli ordinamenti nazionali degli Stati membri. Gli ostacoli alla concretizzazione delle fusioni transfrontaliere derivavano da disposizioni normative nazionali che proibivano o non contemplavano la possibilità stessa di fusione, per motivi di differente natura, con la conseguente pronuncia di inammissibilità o improcedibilità dell'operazione⁴⁰.

³⁹ LIAKOPOULOS DIMITRIS, MANCINI GIUSEPPE. *La direttiva n. 2005/567CE e la nuova disciplina comunitaria delle fusioni transfrontaliere di società di capitali*. Rass. Avv. Stato, 2008, p.7 ss.

⁴⁰ AMBROSIANI, FABIO. *Società europea e fusione internazionale*. Società, 2002, p. 1351

Un simile quadro normativo non soltanto si configurava in una palese dissonanza con l'evoluzione di un mercato europeo integrato e con la libertà di stabilimento, ma arrecava altresì un considerevole ostacolo alla concretizzazione degli obiettivi intrinseci alla Comunità europea⁴¹. Questa condizione rappresentava infatti un autentico freno all'espansione dinamica nonché alla competitività internazionale delle imprese europee, auspicata con veemenza dalle stesse istituzioni comunitarie⁴².

Pertanto, le imprese si vedevano costrette a ricorrere a soluzioni inefficaci⁴³, basate su strumenti giuridici inadeguati, al fine di far fronte alle necessità di un contesto economico globalizzato, nel quale la competitività aziendale risulta inestricabilmente legata all'accesso ai mercati internazionali attraverso una struttura operativa transnazionale⁴⁴.

Come enfatizzato nella Comunicazione ufficiale della Commissione al Consiglio e al Parlamento europeo⁴⁵ nell'ambito del Piano d'azione concernente il diritto societario e la *governance* nell'Unione europea, intitolata "Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea - Un piano per progredire" pubblicata in data 21 maggio 2003, emerge chiaramente l'imprescindibile necessità di colmare tempestivamente questa rilevante lacuna del diritto societario comunitario, sia a livello giurisprudenziale che a livello legislativo.

A livello giurisprudenziale, è imprescindibile sottolineare l'encomiabile ruolo centrale esercitato dalla Corte di Giustizia Europea nel plasmare un *corpus* decisorio di rilievo, caratterizzato da una serie di pronunce volte a conferire un'autorevole interpretazione dei principi stabiliti dal TFUE e a delineare, in particolare, la portata del principio di libertà di stabilimento, in quanto, le fusioni transfrontaliere, attraverso il trasferimento della sede sociale verso un altro Stato membro, costituiscono una delle massime espressioni della libertà stessa⁴⁶.

⁴¹ Sul punto si vedano gli obiettivi della Comunità europea come definiti dalla c.d. Strategia di Lisbona, formulati durante il Consiglio Europeo svoltosi a Lisbona nel marzo del 2000

⁴² Cfr. Sul punto l'attenta Tesi di Dottorato di ricerca in "Diritto ed Economia" XX Ciclo di TULLIO, PAOLO. *Fusioni transfrontaliere tra armonizzazione e concorrenza regolamentare In Europa*. IRIS LUISS, 2008, p. 15 ss.

⁴³ Si veda ad esempio MUCCIARELLI, FEDERICO MARIA. *Fusioni transfrontaliere e libertà di stabilimento delle società nell'Unione Europea: il caso "Sevic"*. Riv. soc., 2006, p. 419

⁴⁴ *Ibid*

⁴⁵ Commissione Europea, Modernizzare il diritto delle società e rafforzare il governo societario nell'Unione Europea - Un piano per progredire, COM (2003) 284 def., del 21 maggio 2003

⁴⁶ PELLEGRINI, FRANCESCA. *Il Caso Polbud: modificare lex societatis è un diritto garantito dalla libertà di stabilimento*. Giur. Comm, 2018, p. 465

Con tale contributo giurisprudenziale⁴⁷ la Corte, pronunciandosi sulla compatibilità delle previsioni nazionali con le disposizioni comunitarie, ha chiarito inequivocabilmente, nelle sue varie sfaccettature pratiche, che le normative nazionali degli Stati membri volte ad ostacolare l'esercizio della libertà di stabilimento sono incompatibili con i principi cardine del diritto comunitario⁴⁸.

A livello legislativo invece è merito dell'introduzione di vari strumenti normativi che si è riusciti a raggiungere un primo stadio di armonizzazione del settore.

Come precedentemente accennato, a partire dalla metà degli anni 60 si manifestò a livello comunitario la pressante e prioritaria necessità di intraprendere misure legislative volte a promuovere una convergenza delle discipline giuridiche nazionali in merito alle fusioni interne. Dopo diversi inefficaci tentativi di regolamentazione⁴⁹, il primo esito positivo di questo imperativo si concretizzò nel 1978 con la promulgazione della Direttiva societaria 78/855/CEE, comunemente nota come Terza Direttiva. La suddetta Direttiva oltre che realizzare una minima armonizzazione delle diverse normative nazionali relative alle fusioni interne, si è rivelata di estrema rilevanza per aver gettato le basi essenziali che hanno preceduto l'adozione successiva della Direttiva in materia di fusioni transfrontaliere, assumendo una valenza centrale nell'agevolare la convergenza e l'integrazione di tali operazioni a livello sovranazionale⁵⁰.

In questo senso, la successiva Direttiva 2005/56/CE (Decima Direttiva), emanata il 26 aprile 2005 dal Parlamento Europeo, rappresenta un ulteriore e ancor più significativo intervento legislativo volto a rimuovere gli ostacoli intrinseci alla realizzazione delle fusioni transfrontaliere. Tale Direttiva, promulgata in conformità all'articolo 44, paragrafo 2, lettera g) del Trattato CE, si proponeva di eliminare integralmente qualsiasi limitazione nazionale inerente alla libertà di stabilimento,

⁴⁷ Si veda ad esempio il caso *Daily Mail*, il caso *Centros*, il caso *Cartesio*, la sentenza *Polbuld*; Cfr. DE LUCA, NICOLA. *European Company Law: Text, Cases and Materials*. Cambridge University press, 2017, p. 90 ss.

⁴⁸ PETRIK, NORA SZILVIA. *Le operazioni straordinarie nella normativa dell'UE. Analisi della proposta di Dir. 2018/0114*. Riv. Il Corriere giuridico, 3/2019, pp. 361 ss.

⁴⁹ Cfr. *Rivista delle Società*, 1973, pp. 978 ss.

⁵⁰ Sul tema si veda CABRAS, GIOVANNI. *L'attuazione della terza direttiva CEE e le fusioni eterogenee*. Rivista del diritto dell'impresa 3/1991, Edizioni Scientifiche Italiane; CARDUCCI, ARTENISIO A. *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*. Giurisprudenza commerciale, 2008, p. 1203 ss.

riconoscendo le fusioni transfrontaliere intracomunitarie come uno strumento essenziale per il completamento e il pieno funzionamento del mercato unico europeo⁵¹.

Nonostante i nobili intenti alla radice di tale opera normativa, si tratta di una normativa non particolarmente incisiva, volta alla realizzazione di una c.d. armonizzazione minima⁵²: la Direttiva 2005/56/CE si limita ad un'operazione di congiunzione più circoscritta tra i corpi normativi nazionali e ad un aggiornamento minimo delle disposizioni armonizzate esistenti, tenendo conto dell'evoluzione e dell'esperienza applicativa intervenute nel frattempo. Il legislatore ha offerto solo un supporto parziale alle esigenze di promozione dei processi di fusione tra società di diversi Stati membri e di semplificazione efficace del relativo procedimento. Tuttavia, tale procedura rimane caratterizzata da costi significativi in termini di transizione e da complessi e spesso insidiosi cumuli di normative applicabili, lasciando irrisolte una serie di rilevanti questioni⁵³. Basti qui segnalare a titolo esemplificativo carenze quali l'assenza di una regola di diritto uniforme che vieti agli Stati membri di dettare regole per le fusioni intra-UE difformi da quelle dettate per le fusioni domestiche; l'assenza di regole unitarie di tutela dei creditori, con una conseguente ampia discrezionalità in capo agli Stati membri; l'assenza di una disciplina volta a regolare il tema delle fusioni transfrontaliere tra una società insediata in uno Stato membro e una società costituita in un paese terzo⁵⁴. L'articolo 4 della Direttiva prescriveva inoltre che per gli aspetti non espressamente regolamentati dalla Direttiva stessa, restavano applicabili alle società partecipanti all'operazione le disposizioni e le formalità previste dalla legislazione nazionale in materia di fusione (domestica), riguardanti in particolare le procedure decisionali, la tutela dei dipendenti, dei soci, dei creditori, degli obbligazionisti e dei possessori di titoli differenti.

In conclusione, si può affermare che la Direttiva 2005/56/CE attraverso una combinazione di norme di diritto materiale e di diritto internazionale privato operi una prima, seppur minima e lacunosa, armonizzazione regolamentare all'interno

⁵¹ Cfr. DI SARLL, MARIA. *La disciplina comunitaria sulla fusione transfrontaliera: un "cantiere" ancora aperto*. Riv. Il nuovo diritto delle società, (2-2018), p. 287 ss.; CARDUCCI, in *op. cit.* p. 1203 ss.

⁵² Cfr. BENEDETTELLI, MASSIMO. *Le fusioni transfrontaliere. Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Gian Franco Campobasso*. ABBADESSA PIETRO, PORTALE GIUSEPPE. Torino, 2007, p. 388

⁵³ LAMANDINI MARCO, DESOGUS CLAUDIA. *Le fusioni transfrontaliere alla luce della Direttiva 2005/56/CE*, in BENEDETTELLI MASSIMO, LAMANDINI MARCO (a cura di). *Il Diritto societario europeo e internazionale*. UTET Giuridica, 2016, p. 52 ss.

⁵⁴ Cfr. SAGLIOCCA, MARCO. *Appunti in tema di fusioni transfrontaliere: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutele dei creditori sociali*. Riv. delle Società, 2019, p. 1090 ss.

dell'Unione, in grado di gettare le basi per una concorrenza tra ordinamenti volta a facilitare la realizzazione di operazioni di fusione transfrontaliera e, di conseguenza, volta a facilitare una maggiore mobilità intracomunitaria tra imprese⁵⁵.

Il 20 luglio 2017 viene introdotta la Direttiva 2017/1132 (c.d. Direttiva Societaria), che sostituisce la precedente Direttiva 2005/56 e altre. Con l'intento di favorire un quadro giuridico comunitario maggiormente chiaro e preciso la nuova direttiva raccoglie e organizza un insieme di normative preesistenti, relative a diversi aspetti del diritto comunitario⁵⁶. Le direttive sottoposte al processo di unificazione vertevano, in particolare, su fondamentali ambiti del diritto delle società europee, quali la salvaguardia del capitale sociale, la divulgazione di informazioni aziendali, le operazioni straordinarie di scissione, le fusioni intranazionali e le fusioni transfrontaliere. In tali materie, al fine di agevolare le imprese nell'esercizio della prerogativa di insediamento all'interno del mercato unico europeo, le direttive unificate hanno sinergicamente coordinato le prescrizioni richieste alle società per azioni all'interno dell'Unione Europea⁵⁷.

Animata da questi nobili propositi, la Direttiva 2017/1132, pur non apportando sostanziali mutamenti al panorama normativo europeo inerente alla fusione transfrontaliera, ha assunto assoluta rilevanza confermando e ribadendo i principi fondamentali già enunciati, in particolare nella Decima Direttiva. Non avendo peraltro avviato azioni decisive per affrontare gli aspetti più critici menzionati precedentemente, in tal senso è invece intervenuta nel solco già tracciato la più recente Direttiva UE n. 2019/2121.

La Direttiva 2019/2121 interviene per modificare la Direttiva 2017/1132 e, nel dettaglio, per disciplinare le operazioni di trasformazione, fusione e scissione transfrontaliere⁵⁸.

⁵⁵ RESCIO, GIUSEPPE ALBERTO. *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera*. Riv. dir. soc., 2007, p. 41 ss.

⁵⁶ Nel recepire il Piano d'azione del 2012, la Direttiva 2017/1132 ha abrogato le precedenti Direttive, tra cui la 82/891/CEE, la 89/666/CEE, la 2005/56/CE, la 2009/101/CE, la 2011/35/UE e la 2012/30/UE

⁵⁷ Sul tema si veda MUCCIARELLI, FEDERICO MARIA. *Trasformazioni internazionali di società dopo la sentenza Polbud: è davvero l'ultima parola?* Le società, 2017

⁵⁸ La Direttiva 2019/2121 introduce, per la prima volta, una disciplina armonizzata per le operazioni di trasformazione e scissione transfrontaliere, che non erano mai state oggetto di una specifica regolamentazione comunitaria; Cfr. SAGLIOCCA, in *op. cit.* p. 1090

Con la Direttiva in questione, il legislatore comunitario ha cercato da un lato di mantenere l'obiettivo originario di unificazione, mirando alla piena promozione della libertà di stabilimento attraverso la fornitura di strumenti normativi stabili volti a consentire la riorganizzazione delle società europee a livello transnazionale⁵⁹ (in tal senso si comprende l'introduzione di nuovi elementi normativi come la protezione sociale disciplinata dagli artt. 3 TFUE e 9 TFUE e la promozione del dialogo sociale di cui agli artt. 150 e 151 TFUE); parallelamente, il legislatore ha voluto intraprendere una progressiva disconnessione, seppur non integrale, dal precedente quadro di armonizzazione minima, introducendo normative di diritto materiale uniforme, mirate a disciplinare in maniera sinottica la pratica applicativa del cumulo delle leggi nazionali pertinenti, rispetto alle precedenti norme di conflitto⁶⁰.

Il legislatore comunitario ha pertanto intenzionalmente affrontato le lacune riscontrate nell'applicazione delle normative precedenti, attraverso l'introduzione di norme *ad hoc* volte al rafforzamento della tutela offerta all'interno dell'operazione transfrontaliera⁶¹ e attraverso il superamento di rilevanti incertezze che comportavano una maggiore complessità (e onerosità) del procedimento dell'operazione e che impedivano la corretta realizzazione della fusione transfrontaliera.

Senza dilungarci sull'analisi dei più rilevanti aspetti tecnici introdotti dalla riforma, che saranno oggetto di esame nei paragrafi successivi, basta qui menzionare l'introduzione di una disciplina volta ad armonizzazione i presidi di tutela in favore di soci, in particolare quelli di minoranza, al fine di poter garantire loro un diritto di uscita dalla società risultante dall'operazione di fusione transfrontaliera; la previsione di un contesto normativo volto a garantire una corretta informazione e una maggiore tutela nei confronti dei lavoratori; l'introduzione di un maggior livello di armonizzazione delle tutele dei creditori sociali; al di fuori delle varie forme di tutela dei soggetti partecipanti all'operazione, la Direttiva 2019/2121 ha previsto poi l'instaurazione di procedure volte a verificare la conformità delle operazioni transfrontaliere rispetto alla legislazione nazionale pertinente, al fine di contrastare operazioni svolte in maniera

⁵⁹ AIELLO ANDREA, PISTOCCHI CATERINA. *La nuova direttiva UE su trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere*. Diritto Bancario, 2021, p. 2 ss.

⁶⁰ LAMANDINI, MARCO. *Il nuovo diritto euro-unitario in tema di fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere*. Diritto Bancario. 2019, p.1 ss.

⁶¹ AIELLO, PISTOCCHI, in *op. cit.* p. 1- 4

impropria o fraudolenta⁶².

L'introduzione di procedure uniformi consente alle società intra-UE di godere dei vantaggi intrinseci di un mercato unico dei capitali, realizzando simultaneamente una rilevante convergenza a beneficio di quei soggetti che potrebbero risentire di possibili svantaggi derivanti dall'operazione in questione. Ciò consente agli Stati membri di preservare il livello comunitario di tutela o di introdurre regole complementari, salvo che queste non si scontrino con le disposizioni prescritte dalla Direttiva o con il principio di libertà di stabilimento.

In conclusione, il panorama normativo tracciato dalla Direttiva 2019/2121 testimonia un ulteriore e sostanziale passo avanti compiuto dal legislatore europeo verso l'abolizione degli ostacoli alla libertà di insediamento all'interno del mercato unico, agevolando l'effettuazione di operazioni straordinarie transfrontaliere delle società tra gli Stati membri.

1.2.2. Brevi cenni alla direttiva 2004/25/CE sulla offerta pubblica di acquisto

La disciplina dei mercati finanziari, nel corso degli ultimi decenni, ha intrapreso un costante e incalzante processo evolutivo, caratterizzato da un crescente dinamismo. Tale mutamento ha comportato una notevole complessità nell'individuazione di punti di riferimento nel quadro normativo di contesto, nonché nella navigazione tra i molteplici meccanismi che mirano a conciliare la contendibilità delle società quotate con la salvaguardia degli azionisti di minoranza.

L'assetto sistematico in vigore, nella sua configurazione odierna, incarna il punto culminante di un lungo processo evolutivo normativo, frutto di una gestazione ardua e complessa.

Nel corso dei primi anni '50 del secolo scorso, le offerte pubbliche di acquisto (*breviter* le OPA) emersero come un veicolo preminente, principalmente negli Stati Uniti, per incentivare il mercato verso l'acquisizione di partecipazioni azionarie in società quotate.

In un contesto di mercato come quello statunitense, caratterizzato da società quotate con azionariato diffuso, l'incremento progressivo di questa forma di

⁶² CEPPELLINI, PRIMO. *Operazioni straordinarie. (2. edizione). La Fusione*, BERTOLDI, BEATRICE (a cura di). Wolters Kluwer, 2020, p.1132 ss.

acquisizione di rilevanti quote partecipative ha presto generato una situazione di notevole incertezza nelle dinamiche del "controllo societario", con conseguenti impatti significativi sulla stabilità del mercato. L'assenza di un quadro regolamentare *ad hoc* ha determinato una carenza di informazioni sostanziali a disposizione della società bersaglio e della maggioranza degli investitori, precludendo radicalmente la possibilità di valutare adeguatamente i termini e le condizioni dell'iniziativa e limitando il corretto e razionale funzionamento del mercato⁶³.

In questo contesto si è sviluppato un rilevante dibattito dottrinale che ha fatto emergere la necessità di una apposita disciplina volta alla adozione di norme regolatrici delle offerte in questione, tali da definirne i termini e le modalità, i diritti e i doveri delle imprese acquirenti e destinatarie, oltre che i diritti degli azionisti di minoranza e le misure di protezione che i gestori della società destinatarie dell'offerta possono adottare.

La dottrina giuridica, con particolare acume, ha messo in luce che un sistema "ottimale" di principi nel campo in oggetto deve saper bilanciare due obiettivi (a volte in tensione reciproca): da una parte, la promozione e lo sviluppo di un mercato efficiente per il controllo societario, dall'altra, la tutela degli azionisti di minoranza⁶⁴.

Pertanto, sino ad ora, gli approfondimenti economici e giuridici si sono alternati con enfasi sulla funzionalità intrinseca della regola dell'offerta obbligatoria come elemento cardine all'interno di un quadro normativo sulle acquisizioni di società quotate, nonché sull'impatto di una più ampia diffusione della proprietà, dei diritti di *squeeze-out* e *sell-out* e della *passivity rule* nell'ambito della regolamentazione delle transazioni di acquisizione⁶⁵.

Questo dibattito risuona significativamente anche nel contesto della disciplina euro-unitaria, che ha implementato regole armonizzate mediante la cosiddetta Direttiva OPA (2004/25/CE).

Per comprendere la ratio sottesa all'ampio dibattito dottrinale e le finalità perseguite dall'ordinamento giuridico attraverso l'imposizione dell'OPA obbligatoria,

⁶³ PICCO FEDERICO, PONZIANI VALERIA, TROVATORE GIANFRANCO, VENTORUZZO MARCO, LENER RAFFAELE. *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*. Consob, 2021, p. 9 ss.

⁶⁴ Cfr. GIANLUCA, BERTOLOTTI. *La defensa italiana de la OPA hostil*. Revista de Mercado de Valores, 2009, p.239 ss.

⁶⁵ Cfr. JOHN, ARMOUR. *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origins hypothesis*. Journal of Empirical Leg. Stud., 2007, p. 6; PICCO, PONZIANI, TROVATORE, VENTORUZZO, LENER, in *op. cit.* p.10

è imprescindibile avviare una breve analisi sul funzionamento del mercato del controllo societario.

Indipendentemente dalle specificità intrinseche dei molteplici mercati finanziari, il dibattito concernente le finalità dei *takeovers* e la contendibilità delle società può essere affrontato in modo astratto e universale, superando i confini giurisdizionali.

Solitamente, i legislatori nazionali contemplanò l'offerta pubblica di acquisto sia come una "fattispecie", ossia un presupposto essenziale per l'applicazione di una specifica cornice normativa idonea a garantire che l'integrale procedimento di offerta si svolga con assoluta informazione e correttezza nei confronti del mercato, sia come un momento di "disciplina", imponendo l'impiego di un'offerta pubblica ogni qualvolta si verifichi un'acquisizione o si manifesti un'intenzione di ottenere il controllo⁶⁶. In tale prospettiva, l'adozione di una disciplina relativa all'offerta pubblica da parte dei vari ordinamenti rivela eloquentemente che la stabilità proprietaria e gli interessi sottesi sono considerati fra i valori meritevoli di salvaguardia.

Effettivamente, indipendentemente dalle variabili nazionali, il trasferimento del controllo di una società quotata incide profondamente sulle prospettive stesse dell'impresa, in particolare sulle molteplici esigenze degli *stakeholder*, generando conseguenze inevitabili e di rilevanza significativa nel contesto della *corporate governance*.

La modifica delle configurazioni proprietarie e il trasferimento del controllo potrebbero infatti dare origine a profonde modifiche tali da generare sia un accrescimento sia una decrescita significativa del valore intrinseco dell'impresa stessa, a seconda della concretizzazione o meno di una gestione più efficiente della società⁶⁷. In altre parole, ci troviamo di fronte a un problema di corretta allocazione del controllo societario, atto a consentire che esso venga assunto da coloro che lo apprezzano maggiormente, al fine di massimizzarne i rendimenti ottenibili. Ne discende l'interesse sul piano della contendibilità, per chi ritiene di poter gestire meglio la società, ad acquisire il controllo della stessa.

Questa forma di prassi acquisitiva, volta a garantire la massima efficienza, genera intrinsecamente un effetto "salutare" sulla *governance* della società: la

⁶⁶ STELLA RICHTER, MARIO. *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto*. Le offerte pubbliche di acquisto. Giappichelli, Torino, 2011, p.12 ss.

⁶⁷ CARIELLO, VINCENZO. *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*. Riv. Soc.,1999, p. 728 ss.

prospettiva che il controllo societario possa essere assunto da coloro che perseguono la massimizzazione del rendimento induce gli amministratori in carica a gestire l'impresa con elevata efficienza. Tale incentivo si amplifica proporzionalmente all'intensità della contesa per il controllo dell'azienda⁶⁸.

Il mercato del controllo può, dunque, fungere da catalizzatore per l'ottimizzazione dell'efficienza gestionale, mitigando l'opportunismo da parte degli amministratori e dei soci di controllo, e consentendo, allo stesso tempo, una razionale allocazione delle risorse produttive⁶⁹, perseguendo così il miglior interesse degli *stakeholder*⁷⁰.

Il fine primario del legislatore consiste dunque nel superare le barriere intrinseche che ostacolano gli acquirenti, in caso di società mal gestite o in circostanze in cui l'acquisizione del controllo delle medesime società potrebbe ragionevolmente favorire un apprezzamento del valore azionario. In questo modo, coloro che presentano un interesse concreto nell'incrementare il valore per gli azionisti (c.d. *shareholder value*) mediante un'ottimizzazione della gestione, avranno l'opportunità di perseguire l'obiettivo di "scalare" gradualmente la società.

In un'altra prospettiva, il complesso normativo deve necessariamente considerare che, nel garantire l'adeguato funzionamento del mercato del controllo, è altresì imprescindibile assicurare la tutela degli investitori, tenendo conto dei loro legittimi interessi e della necessità di preservare la fiducia nel sistema finanziario. L'interconnessione fondamentale tra questi due elementi, ossia il corretto funzionamento del mercato e la tutela degli investitori, si manifesta come un legame indissolubile. Ciò deriva dal fatto che gli obiettivi dei processi di acquisizione e l'entità con cui vengono perseguiti suscitano l'importante questione della salvaguardia degli interessi degli azionisti che hanno una voce limitata nelle decisioni strategiche e nella conduzione quotidiana delle attività della società, ossia i soci di minoranza⁷¹.

⁶⁸ GIACOLI, NICOLA. *Impresa, concorrenza, regole*. Giappichelli, Torino, 2009, p. 241 ss.

⁶⁹ Cfr. Sul punto l'attenta Tesi di laurea di SERNIA, ANTONIO. *L'offerta pubblica d'acquisto (OPA): normativa, problemi applicativi e analisi tecnica dell'OPA di concerto*. 2021, p. 14; ENRIQUES, LUCA. *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle OPA nell'Unione Europea*. Riv. Soc., 2010, p. 657 ss.

⁷⁰ Commissione Europea, *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids*. Bruxelles 2007, p. 3

⁷¹ CARIELLO, VINCENZO. *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*. Riv. Soc., 1999, p. 728 ss.

Esaminare il mercato del controllo societario implica, dunque, delucidare l'effettiva portata del principio di parità di trattamento. Il diritto dei destinatari dell'offerta alla parità di trattamento rappresenta l'esito culminante di un percorso evolutivo normativo di lunga durata e costituisce uno dei pilastri fondamentali nella corrente regolamentazione delle offerte pubbliche di acquisto all'interno dei diversi Stati membri dell'Unione Europea.

In conclusione, nel contesto europeo, l'imperativo di indirizzare il risparmio verso il mercato azionario e promuovere lo sviluppo dei mercati finanziari ha costituito il motore primario per l'emanazione di un quadro normativo comunitario uniforme, attentamente calibrato sia in virtù dell'importanza intrinseca del contesto economico, sia al fine di adempiere all'ineludibile dovere di salvaguardare gli interessi degli azionisti di minoranza⁷².

Così, il 21 aprile 2004 il Parlamento europeo ha approvato la Direttiva n. 2004/25/CE (Tredicesima Direttiva) concernente le offerte pubbliche di acquisto⁷³, la cui promulgazione, come prima anticipato e, come ora comprensibile - in virtù della complessità della materia e della rilevanza degli interessi sottesi - è il frutto di un lungo percorso di dibattiti e analisi durato approssimativamente due decenni, incentrato sui profili più rilevanti della disciplina delle acquisizioni societarie vigente all'interno dei vari Stati membri⁷⁴.

Il provvedimento rappresenta l'epilogo di un complesso *iter* legislativo straordinariamente laborioso, caratterizzato dalla presentazione di due proposte di direttiva e da un'enorme mole di emendamenti, pareri, studi e consultazioni.

Il primo annuncio dell'intento di disciplinare in maniera armonizzata i *takeovers* nell'Unione Europea risale, infatti, a un Libro bianco sulla realizzazione del mercato unico elaborato dalla Commissione Europea nel 1985⁷⁵.

Durante tale occasione, la Commissione Europea, presa coscienza dell'ascendente rilevanza delle acquisizioni societarie e dell'evidente dissonanza delle discipline normative vigenti tra gli Stati membri, espresse con fermezza la necessità

⁷² PICCO, PONZIANI, TROVATORE, VENTORUZZO, LENER, in *op. cit.* p.10 ss.

⁷³ G.U.C.E. L 142/12 del 30 aprile 2004

⁷⁴ TOLA, MANUELA. *La direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*. Banca, Borsa, Titoli di Credito, 2005, p. 490 ss.

⁷⁵ Cfr. BENEDETTELLI MASSIMO, LAMANDINI MARCO. *Il diritto societario europeo e internazionale*. Torino, UTET Giuridica, 2017, p. 431 ss.

imprescindibile di un'azione di convergenza. A tal fine, fu istituito un eminente comitato di studio incaricato di indagare e proporre soluzioni pertinenti⁷⁶.

Nel gennaio 1989, venne sottoposta al Consiglio la prima proposta di un *corpus* normativo, che suscitò diverse critiche e necessità di iterazioni, consultazioni e revisioni. Successivamente, nel febbraio 1996, la Commissione formulò una nuova proposta di Tredicesima direttiva concernente il diritto delle società in materia di offerte pubbliche di acquisizione, ma, nonostante ciò, alcuni Stati membri manifestarono ancora una certa avversione rispetto all'adozione di una direttiva in materia di OPA.

Nel 2001, in seguito alla bocciatura di un progetto di direttiva da parte del Parlamento europeo, a causa di un unico voto di dissenso, la Commissione europea istituì un comitato di esperti di alto livello, noto come "*High Level Group*", con il preciso incarico di condurre un approfondito studio sulla questione. Questo selezionato gruppo di esperti, sotto la guida del coordinatore Jaap Winter, completò il proprio lavoro in un arco di tempo inferiore a un anno, nel 2002, presentando un imponente rapporto che proponeva l'adozione di normative armonizzate al fine di creare un equilibrato "*leveled playing field*" nel mercato europeo del controllo societario⁷⁷. Il rapporto agevolò significativamente il raggiungimento di un compromesso e nell'aprile del 2004 il testo definitivo venne approvato con la Direttiva 2004/25/CE.

La citata Direttiva, in aderenza alle finalità di salvaguardia precedentemente esaminate, ha imposto agli Stati membri la revisione o l'implementazione delle normative concernenti le offerte pubbliche di acquisto, basandole su principi cardine quali l'eguaglianza di trattamento degli azionisti della società *target*, la tutela degli azionisti di minoranza, la trasparenza informativa, l'equilibrio delle parti coinvolte e la difesa dell'interesse sociale dell'emittente, al fine di garantire un coinvolgimento più consapevole da parte dei soggetti destinatari dell'offerta⁷⁸.

In virtù di tali principi, la Direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto ha prescritto i presupposti che determinano l'insorgenza dell'obbligo di formulare l'offerta, ha stabilito una disciplina concernente il regime del prezzo dell'offerta e ha disciplinato con rigore il procedimento delle offerte pubbliche di acquisto stesse,

⁷⁶ TOLA, in *op. cit.* p. 490 ss.

⁷⁷ BENEDETTELLI, LAMANDINI, in *op. cit.* p. 431 ss.

⁷⁸ PICCO, PONZIANI, TROVATORE, VENTORUZZO, LENER, in *op. cit.* p.10 ss.

nonché le comunicazioni da presentare nell'ambito di tali transazioni, attribuendo altresì precisi incarichi e poteri alle Autorità di vigilanza nazionali. Tutti aspetti che saranno oggetto di apposita analisi nel prosieguo.

La Direttiva 2004/25/CE si distingue per la sua innegabile natura compromissoria, la quale riflette appieno il complesso percorso che ha seguito nel processo di approvazione. Essa traccia un quadro normativo fondato su una serie di prerogative e opzioni relative ai punti più controversi. Mediante il riconoscimento accordato ad ogni Stato membro della facoltà di decidere se implementare o meno determinate disposizioni che influenzano la contestabilità del controllo, nonché la possibilità di fornire definizioni fondamentali a livello nazionale, si è sicuramente agevolata l'approvazione di un testo comune. Tuttavia, questo approccio ha comportato un sacrificio in termini di una più incisiva armonizzazione delle norme, determinando una situazione in cui l'assetto normativo degli Stati membri dell'Unione Europea appare unitario soltanto da un punto di vista teorico o formale, rilevando invece nella pratica rilevanti differenze sostanziali⁷⁹.

1.3. Ambito di applicazione delle Direttive comunitarie e diritto applicabile

Completata l'analisi logica e storica possiamo ora soffermarci sugli aspetti tecnici relativi alle operazioni straordinarie di fusione e acquisizione, analizzando e mettendo a confronto gli elementi più rilevanti delle due direttive esaminate.

Per ragioni di chiarezza espositiva tale confronto seguirà la stessa logica e struttura organizzativa delle direttive.

Sulla base di tali premesse giova dunque iniziare l'analisi dell'ambito di applicazione della disciplina prevista in tali testi normativi comunitari, contenuta rispettivamente agli artt. 118 – 119 - 120 della Direttiva (UE) 2017/1132 per ciò che concerne la fusione transfrontaliera e agli artt. 1 – 2 della Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto.

⁷⁹ *Ibid*

Analizzando *in primis* la Direttiva societaria, la medesima contiene all'art. 118⁸⁰ le disposizioni generali relative alla fusione *cross-border*, affermando, in conformità con la denominazione del capo nel quale è contenuta la relativa disciplina (Capo II, "Fusioni transfrontaliere di società di capitali"), che la normativa si applica alle fusioni di società di capitali costituite in conformità della legislazione di uno Stato membro e aventi la sede sociale, l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nell'Unione, a condizione che almeno due di esse siano soggette alla legislazione di Stati membri diversi. Con tale statuizione, modellata sul calco dell'art 54 TFUE e integrata dal seguente art. 119 Dir. Soc.⁸¹ contenente la definizione di "società di capitali", si può facilmente comprendere l'approccio estensivo adottato dal legislatore comunitario volto a non limitare l'utilizzabilità di tale strumento societario alle sole grandi società costituite nella forma di società di capitali, ma ad estenderlo anche a favore di società di minori dimensioni costituite nella forma di società a responsabilità limitata o loro equivalenti⁸² (negli altri Stati membri), promuovendo in questo modo la libertà di stabilimento al suo massimo livello societario. Tuttavia, non ha mai trovato riscontro la richiesta di estensione alle persone giuridiche diverse dalle società di capitali in conformità con il disposto dell'art. 54 TFUE⁸³, anche se, numerosi Stati membri, in sede di recepimento della Direttiva, provvedono ugualmente alla estensione della disciplina in commento anche nei loro confronti valorizzandone la rilevanza economica⁸⁴.

Relativamente al novero delle società comprese all'interno di tale quadro normativo meritano poi una speciale menzione le società cooperative, la cui assoggettabilità normativa viene rimessa alla discrezionalità dei legislatori nazionali (art. 119), al pari delle società soggette a procedure di liquidazione, a procedure di

⁸⁰ Ex art. 1 Direttiva 2005/56/CE

⁸¹ Ex art. 2 Direttiva 2005/56/CE

⁸² UGLIANO, ARIANNA. *The New Cross-Border Merger Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*. EBLR, 2007, p. 597; PAPADOPOULOS, THOMAS. *The magnitude of EU Fundamental Freedoms: Application of the Freedom of Establishment to the Cross-Border Mergers Directive*. European Business Law Review, 2012, p. 524 ss.

⁸³ Cfr. REYNOLDS STEPHANE, SCHERRER ARMANDINE, TRULI EMMANUELA. *Ex-post analysis of the EU framework in the area of cross-border mergers and divisions*, studio per il Parlamento europeo, 2016, p. 35 ss.

⁸⁴ Cfr. BECH-BRUUN, Lexidale, *Study on the application of the cross-border mergers directive*. For the Directorate General for the Internal Market and Services, European Union, 2013, p. 99 ss.; Sul tema si veda inoltre SCHMIDT, JESSICA. *Cross-border mergers and divisions, transfers of seat: Is there a need to legislate?* Studio per la commissione JURI, 2016, p.17 ss.

insolvenza o ristrutturazione preventiva, ovvero a misure di prevenzione della crisi (art.120).

È importante poi sottolineare che l'art. 119 Dir. Soc. nella definizione di "fusione" ricomprende al suo interno diverse forme della operazione medesima: a) l'operazione mediante la quale una o più società trasferiscono (all'atto dello scioglimento senza liquidazione) la totalità del loro patrimonio ad altra società (c.d. società incorporante) mediante l'assegnazione ai loro soci di titoli o quote rappresentativi del capitale sociale della società incorporante (ed eventualmente un conguaglio in contanti); b) l'operazione mediante la quale due società trasferiscono (all'atto dello scioglimento senza liquidazione) la totalità del loro patrimonio ad una società da loro costituita (c.d. nuova società o *newco*) mediante l'assegnazione ai propri soci di titoli o quote rappresentativi del capitale sociale della nuova società (ed eventualmente un conguaglio in contanti); c) l'operazione mediante la quale una società trasferisce (all'atto dello scioglimento senza liquidazione) la totalità del proprio patrimonio alla società che detiene la totalità delle quote o dei titoli rappresentativi del suo capitale sociale; d) l'operazione mediante la quale una o più società trasferiscono (all'atto dello scioglimento senza liquidazione) la totalità del loro patrimonio ad altra società preesistente (società incorporante) senza che questa emetta nuove azioni, purché un'unica persona detenga direttamente o indirettamente, tutte le azioni delle società che partecipano alla fusione o purché i soci di tali società detengano una stessa percentuale di titoli o quote in tutte queste società⁸⁵.

Con finalità ulteriormente limitative interviene infine il dettato dell'art. 120 che prevede l'esclusione dalla presente disciplina delle società in liquidazione qualora sia già stata avviata la procedura di distribuzione del suo patrimonio attivo tra i soci, nonché delle società "aventi per oggetto l'investimento collettivo di capitali raccolti presso il pubblico, che opera(no) secondo il principio della ripartizione del rischio e le cui quote, a richiesta dei possessori, sono riscattate o rimborsate, direttamente o indirettamente, attingendo alle attività di detta società".

Per ciò che concerne la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto invece, l'art. 1 della relativa direttiva, rubricato "Ambito di applicazione", non pone particolari problematiche ermeneutiche o sistematiche. Il suo dettato normativo statuisce infatti che la direttiva stabilisce misure di coordinamento delle disposizioni nazionali in

⁸⁵ Ipotesi introdotta con la Direttiva 2019/2121

materia di offerte pubbliche di acquisto di titoli di una società di diritto di uno Stato membro, provvedendo poi ad enunciare espressamente le fonti di provenienza di tali discipline nazionali: “disposizioni legislative, regolamentari, amministrative, dei codici di condotta e degli altri regimi degli Stati membri, ivi compresi quelli stabiliti da organismi ufficialmente preposti alla regolamentazione dei mercati”. Il prosieguo dello stesso art. 1 delimita poi l’estensione dell’ambito di applicazione stabilendo innanzitutto la necessità che una parte o la totalità dei titoli devono essere ammessi alla negoziazione su un mercato regolamentato ai sensi della Direttiva 93/22/CEE⁸⁶ del Consiglio, in uno o più Stati membri. Secondo quanto previsto dall’art. 2 della Direttiva, per “titoli” si intendono i valori mobiliari trasferibili che conferiscono diritto di voto in una società; tuttavia, è riconosciuta a favore degli Stati membri la facoltà di estendere l’applicazione della direttiva anche ai titoli che conferiscono diritto di voto solo in determinate circostanze o che non lo conferiscono affatto⁸⁷. L’applicazione delle norme della direttiva è poi espressamente esclusa nei confronti delle offerte pubbliche di acquisto di titoli emessi da società di investimento collettivo di capitali raccolti presso il pubblico le cui quote possono essere riscattate o rimborsate, direttamente o indirettamente, attingendo alle attività di dette società⁸⁸, in virtù del fatto che “in considerazione delle finalità di interesse pubblico perseguite [...] sembra inconcepibile che esse possano essere oggetto di un’offerta pubblica di acquisto”⁸⁹. L’esclusione è motivata dalla peculiare normativa regolamentare propria di tali organismi, ove i soci godono della prerogativa di procedere ad un disinvestimento della partecipazione ottenendo, in ogni istante, un completo rimborso. Di conseguenza, il presupposto imprescindibile di protezione dei possessori delle azioni, cui fa capo la Tredicesima Direttiva, perde la sua rilevanza poiché la possibilità offerta ai medesimi di conseguire una rapida liquidazione del capitale investito attribuisce agli atti astrattamente rilevanti ai fini dell’obbligo di offerta un’efficacia equivalente a quella

⁸⁶ La direttiva 93/22/CEE dell’10.5.1993, relativa ai servizi di investimento nel settore dei valori mobiliari (modificata dalle direttive 95/26/CE del 28.6.1995 e 97/9/CE del 3.3.1997) ha fissato principi di armonizzazione in materia di servizi di investimenti. In virtù di tale statuizione la dottrina ha escluso dall’ambito di applicazione della direttiva i titoli negoziati su sistemi alternativi di negoziazione e su internalizzatori sistematici; In tal senso si veda ANNUNZIATA, FILIPPO. *La disciplina del mercato mobiliare*. Giappichelli, 2014, p. 270 ss.

⁸⁷ Cfr. 11° Considerando

⁸⁸ Rientrano in questa nozione, a titolo esemplificativo, le Società di investimento a capitale variabile (Sicav).

⁸⁹ Cfr. 4° Considerando

di un riscatto o di un rimborso⁹⁰. Infine, sono esclusi dall'ambito di applicazione della direttiva le offerte pubbliche di acquisto concernenti titoli emessi dalle banche centrali degli Stati membri (art. 1, comma 3).

In sintesi, da una disamina incrociata delle discipline concernenti le operazioni straordinarie di fusione e acquisizione appare evidente la previsione di un maggiore spettro applicativo della disciplina della fusione transfrontaliera, rispondente all'intento del legislatore di fornire una maggiore utilizzabilità dello strumento, vista la sua duttilità intrinseca. Contrariamente troviamo l'ambito di applicazione della disciplina comunitaria dei *takeover* più limitato, la cui *ratio* appare lapalissiana: essendo la disciplina delle offerte pubbliche di acquisto destinata, per sua natura, a regolare i processi di acquisizione delle società quotate, appare evidente come lo sforzo del legislatore non possa andare oltre i limiti chiarificatori delle definizioni più rilevanti della procedura sopra menzionate.

Per ciò che attiene al diritto applicabile, uno degli scopi preminenti della Tredicesima Direttiva risiede nell'instaurare un quadro comunitario limpidamente delineato e permeato da trasparenza riguardante le intricanti questioni giuridiche connesse alle OPA, oltre a dissuadere qualsivoglia deformazione del processo di ristrutturazione societaria, discendente dalla diversificazione delle normative nazionali⁹¹ (1.2.2). La risoluzione delle questioni inerenti il diritto applicabile necessita tuttavia, vista l'architettura della Direttiva, di una preliminare risoluzione ermeneutica delle disposizioni relative all'Autorità di vigilanza, poiché in base dell'art. 4, comma 2, lettera e), dalla designazione dell'autorità competente si determinerà il *corpus* normativo applicabile. In conformità con il primo paragrafo dell'articolo in oggetto, gli Stati membri devono designare l'entità preposta alla supervisione integrale dell'offerta e alla vigilanza in merito all'osservanza delle prescrizioni adottate a seguito dell'attuazione della Direttiva. Tale designazione può essere attribuita tanto a un'autorità di natura pubblica quanto a un soggetto privato, facoltà che rimane rimessa alla discrezione degli stessi legislatori nazionali. Ciascuno degli Stati membri, congiuntamente a ciò, sarà tenuto a notificare la Commissione riguardo l'esegesi di tale designazione e ad assicurarsi che l'autorità competente eserciti l'attribuzione di sorveglianza con imparzialità ed indipendenza da qualsivoglia interconnessione con le

⁹⁰ TOLA, in *op. cit.* p. 493

⁹¹ Cfr. 3° Considerando della Direttiva 2004/25/CE

svariate parti coinvolte nell'offerta. Riguardo alle disposizioni inerenti al riparto delle competenze, l'articolo 4, paragrafo 2, della Direttiva delinea una serie di criteri finalizzati all'individuazione dell'organo investito della vigilanza sull'offerta. Nello specifico, emerge quanto segue: a) l'autorità competente sarà quella dello Stato in cui la società emittente ha insediato la propria sede legale, qualora i titoli emessi siano oggetto di quotazione all'interno dello stesso Stato membro; b) nel caso in cui l'impresa non sia quotata nel territorio in cui ha stabilito la sede legale, la competenza di vigilanza spetterà all'autorità dello Stato membro in cui l'impresa è effettivamente quotata; nel caso di titoli quotati in molteplici Stati membri, sarà competente l'autorità dello Stato in cui l'impresa è stata quotata per la prima volta; c) ove i titoli dell'impresa emittente siano simultaneamente quotati in diverse giurisdizioni, spetta alla medesima impresa determinare, in occasione del primo giorno di negoziazione, a quale autorità tra tali giurisdizioni si addossi l'incarico di vigilanza sull'offerta. Le autorità così designate sono tenute a instaurare una collaborazione interistituzionale, avvalendosi di un congruo scambio di informazioni, salvaguardando pur sempre il principio del segreto professionale (art. 4, paragrafo 4). A tal fine, tali enti sono investiti di ampi poteri, fondamentali per adempiere con efficacia e tempestività alle proprie inalienabili attribuzioni (art. 4, paragrafo 5). Completata la prima analisi, riguardo al diritto applicabile alle Offerte Pubbliche di Acquisto transfrontaliere, il legislatore si è trovato nella necessità di abbandonare l'iniziale proposta di adottare un singolo *corpus* legislativo; ciò è stato dettato dalla considerazione che derogare alle normative di mercato vigenti nel luogo di quotazione non sarebbe stato praticabile, né si sarebbe voluto imporre agli azionisti un ordinamento societario a loro sconosciuto⁹². In virtù di tali ponderazioni, la Direttiva ha determinato l'applicabilità della legge del luogo di quotazione per tutte le peculiarità connesse all'offerta, quali il corrispettivo pecuniario, la procedura da adottare, il contenuto del documento d'offerta e la divulgazione della medesima; per quanto invece attiene agli aspetti di diritto societario, come la percentuale dei diritti di voto richiesta per ottenere il controllo, le deroghe all'obbligo di promuovere un'offerta, e le condizioni in cui l'organo amministrativo della società emittente potrà attuare misure difensive, troverà applicazione la normativa - e sarà competente l'autorità corrispondente - dello Stato membro in cui la società emittente

⁹² RUSSO, GIOVANNA SARA. *La nuova direttiva n.2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto*. Milano, Wolters Kluwer, 2005

ha il proprio domicilio legale. Al fine di garantire una fruizione flessibile della Direttiva, nei limiti coerenti con i principi generali stabiliti dall'articolo 3, paragrafo 1 della stessa, gli Stati membri hanno il potere di derogare, o di conferire alle proprie autorità di vigilanza il potere di derogare, le norme nazionali di attuazione della normativa comunitaria, in modo da rendere la normativa duttile rispetto alle eventuali circostanze specifiche a livello nazionale o altre situazioni peculiari. Questa disposizione è oggetto di argomentazioni critico-analitiche poiché potrebbe compromettere ulteriormente la forza vincolante della disciplina comunitaria. Tuttavia, essa si rende necessaria per affrontare con adeguatezza le imprevedibili e molteplici circostanze che si manifestano con crescente frequenza nei contesti in perenne mutamento, come quello dei mercati finanziari⁹³.

Permane, inoltre, immutata la prerogativa degli Stati membri di designare, in ultimo, le competenti autorità, siano esse giudiziarie o non giudiziarie, destinate ad arbitrare le liti insorte e pronunciarsi sulle potenziali irregolarità dell'offerta; con analogo tenore, è altresì confermata la facoltà dei medesimi Stati di determinare la *lex lata* in materia di responsabilità delle autorità di sorveglianza o di composizione delle controversie fra le parti di una medesima offerta⁹⁴.

Una simile configurazione si riscontra nel contesto delle fusioni transfrontaliere. Anche tali operazioni, in quanto caratterizzate da elementi di transnazionalità (oggetto di particolare attenzione da parte del legislatore comunitario, sin dalle sue prime regolamentazioni in materia, come precedentemente evidenziato in riferimento alla Terza Direttiva 78/855/CEE), hanno sempre posto una molteplicità di intricati problemi giuridici correlati alla necessità di regolamentare il fenomeno mediante il connubio delle diverse leggi nazionali⁹⁵. Il legislatore europeo è così intervenuto per armonizzare gli aspetti più rilevanti della materia in oggetto e, al contempo, ha introdotto norme di coordinamento con le disposizioni nazionali. Tale opera è realizzata attraverso il dettato dell'art. 121 della Direttiva Societaria, intitolato "Condizioni relative alle operazioni transfrontaliere", il quale, al secondo paragrafo, stabilisce che, per gli aspetti non regolamentati dalla Direttiva ("Se il presente capo

⁹³ *Ibid*

⁹⁴ ANNUNZIATA FILIPPO, VENTORUZZO MARCO. *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in BENEDETTELLI MASSIMO, LAMANDINI MARCO (a cura di). *Diritto societario europeo e internazionale*. UTET Giuridica, 2016, p.442

⁹⁵ TULLIO, in *op. cit.* p. 60 ss.

non dispone altrimenti”), ogni società partecipante ad una fusione transfrontaliera resta soggetta alle disposizioni e alle formalità previste dalla legislazione nazionale cui è soggetta, riguardanti in particolare il processo decisionale relativo alla fusione e la tutela dei lavoratori⁹⁶. Tale disposizione legislativa originariamente, in ossequio alla già citata “armonizzazione minima” realizzata dalle prime normative comunitarie in materia, prevedeva che tale rinvio alle disposizioni legislative nazionali fosse rivolto ad una serie ben più ampia di rilevanti aspetti della materia, quali la protezione dei creditori, dei soci, degli obbligazionisti e dei possessori di altri titoli⁹⁷. Tuttavia, come abbiamo precedentemente osservato (1.2.1), con le varie modifiche normative intervenute, il legislatore europeo ha saggiamente adottato l’arduo compito di introdurre norme di diritto materiale uniforme, rivolte ai più delicati aspetti disciplinari delle fusioni transfrontaliere, i quali richiedono una particolare sollecitudine a causa della loro diretta connessione con la salvaguardia degli interessi dei soggetti coinvolti nell’operazione. In tal modo, riguardo ai profili di maggiore interesse, la direttiva da un lato rimuove ogni ambiguità applicativa e preclude radicalmente la possibilità di conflitti legali e, al contempo, introduce imperativi *standard* minimi di tutela per gli interessi connessi, vincolando così l’ambito di operatività di ciascuno degli Stati membri dell’Unione Europea in sede attuativa e regolamentare⁹⁸. In via del tutto residuale quindi, per quanto non disciplinato a livello comunitario, resta ferma la regolamentazione dettata dalle norme nazionali, comunque soggette ai criteri ermeneutici ed applicativi dei canoni internazionalprivatistici⁹⁹.

Per completare il coordinamento normativo, il primo paragrafo dello stesso articolo 121 prevede, per ultima, l’ipotesi in cui è lecito per la legge nazionale ostacolare la fusione transfrontaliera¹⁰⁰: “Se la legislazione di uno Stato membro consente alle autorità nazionali di opporsi, per motivi di interesse pubblico, a una fusione a livello nazionale, tale legislazione si applica anche a una fusione transfrontaliera se almeno una delle società che partecipano alla fusione è soggetta al diritto di tale Stato membro”.

⁹⁶ Ma solo per gli aspetti relativi ai diritti dei lavoratori differenti da quelli disciplinati all’interno dell’art.133 Dir. Soc.

⁹⁷ Articolo 4 Direttiva 2005/56/CE, ormai sostituito dall’art 121 Dir. Soc., modificato a sua volta dalla Direttiva 2121/2019

⁹⁸ TULLIO, in *op. cit.* p. 67 ss.

⁹⁹ *Ibid*

¹⁰⁰ RESCIO, in *op cit.* p. 8

1.4. Coinvolgimento dell'organo amministrativo

In accordo con le disposizioni del diritto comunitario, le fusioni transfrontaliere presuppongono l'indispensabile concorso dell'organo direttivo delle società partecipanti, il quale svolge, pertanto, una funzione cardine nell'attuazione del processo operativo in questione.

Il *corpus* legislativo europeo ha contemplato una netta distinzione tra la fase preparatoria e quella decisionale relativa alle operazioni di fusione transfrontaliera. Come abbiamo inoltre osservato con la disamina dell'articolo 121 della Direttiva Societaria, la regolamentazione di entrambe le fasi, salvo disposizioni contrarie, viene in parte affidata (per quanto non disciplinato) dalla Direttiva alle disposizioni e alle formalità delle legislazioni nazionali cui sono soggette le singole società interessate (1.3).

Il primo adempimento della procedura di fusione transfrontaliera consiste nell'elaborazione del progetto comune di fusione. Il legislatore decide di affidare all'organo amministrativo o direttivo della società coinvolta la responsabilità di compiere tale adempimento, nonostante gli interessi in gioco nell'operazione siano quelli dei soci; questa decisione trova giustificazione nell'assunto che i soci non possiedono le informazioni necessarie per redigere il progetto e che, comunque, spetti a loro il compito fondamentale di decidere definitivamente sull'effettuazione dell'operazione¹⁰¹. L'organo amministrativo rappresenta dunque il soggetto astrattamente ideale alla redazione di questo progetto. Fermo restando il contenuto di tale documento, che verrà dettagliatamente analizzato nel prosieguo del presente elaborato (1.6), è opportuno qui sottolineare il fatto che si tratta di un documento centrale ai fini della realizzazione di una esaustiva tutela informativa delle diverse parti coinvolte nell'operazione di fusione, essenziale al fine di consentire l'esecuzione di una ponderata valutazione preventiva circa l'opportunità intrinseca della operazione medesima.

All'organo amministrativo o di direzione è altresì conferito il compito di elaborare (e mettere a disposizione), ai sensi dell'art. 124, una relazione interna che illustri e spieghi gli aspetti giuridici ed economici dell'operazione, ponendo una particolare attenzione sulle implicazioni per l'attività futura della società ("Relazione

¹⁰¹ Cfr. LA MARCA, ERMANNI. *La fusione e la scissione di società*, in CASOTTANA MARCO, NUZZO ANTONIO (a cura di). *Lezioni di diritto commerciale comunitario*. Giappichelli, 2006, p. 146 ss.

dell'organo di amministrazione o di direzione ai soci e ai dipendenti"). Siffatta relazione ha come obiettivo primario l'analisi delle conseguenze rivolte ai soci e ai lavoratori (nelle rispettive sezioni), in modo da fornire loro le informazioni necessarie per valutare e prendere decisioni in merito alla realizzazione della fusione¹⁰². Nei confronti dei soci l'organo amministrativo provvederà ad illustrare tutte le informazioni rilevanti relative soprattutto a: "a) la liquidazione in denaro e il metodo utilizzato per determinare la liquidazione; b) il rapporto di cambio delle azioni e il metodo o i metodi utilizzati per stabilire tale rapporto di cambio, se applicabile; c) le implicazioni della fusione transfrontaliera per i soci; d) i diritti e i mezzi di ricorso di cui i soci dispongono a norma dell'articolo 126 bis" (articolo 124, paragrafo 3). È opportuno però segnalare che il legislatore contempera tali esigenze informative con l'ulteriore interesse di celerità dell'operazione, prevedendo la possibilità che la sezione sui soci possa essere omessa qualora si tratti di società unipersonali o qualora tutti i soci della società medesima abbiano concordato di prescindere da tale requisito.

Parallelamente alla disciplina informativa prevista per i soci, l'organo amministrativo dovrà altresì curarsi del fatto che la sezione destinata ai dipendenti, nell'ambito della medesima relazione di cui all'articolo 124, contenga: "a) le implicazioni della fusione transfrontaliera per i rapporti di lavoro, come anche, se del caso, le eventuali misure per salvaguardare tali rapporti; b) le eventuali modifiche sostanziali delle condizioni d'impiego applicabili o dell'ubicazione dei centri di attività delle società; c) il modo in cui gli aspetti di cui alle lettere a) e b) incidono sulle società controllate" (articolo 124, paragrafo 5). Anche in questo caso è espressamente prevista una attenuazione degli obblighi informativi nel caso in cui la società che partecipa alla fusione e le sue eventuali controllate abbiano come unici dipendenti i membri dell'organo di amministrazione o direzione; in tal caso, infatti, la relazione degli amministratori potrà dispensare della predisposizione della sezione destinata ai lavoratori, vista la sua palese sterilità.

In sostanza, l'organo di amministrazione riveste una funzione preminente nell'ambito della procedura di fusione, cruciale sia per le differenti parti coinvolte tutelate, sia per la realizzazione dell'operazione nel suo complesso. Vista questa funzione apicale gli studiosi sono concordi nel ritenere che la cooperazione del consiglio di amministrazione costituisca un elemento essenziale ai fini della

¹⁰² UGLIANO, in *op cit.* p. 603 ss.

realizzazione ottimale della fusione stessa¹⁰³. Una eventuale riluttanza dell'organo amministrativo rispetto all'aggregazione aziendale potrebbe condurre gli azionisti alla radicale decisione di rimuovere gli amministratori resistenti e sostituirli con altri disposti a intraprendere il progetto. In questa ottica si comprende la prassi di includere all'interno del progetto di fusione benefici a favore dell'organo amministrativo, quali posizioni di prestigio all'interno della società incorporante o risultante, utilità collaterali, e così via. Queste pratiche hanno tradizionalmente accompagnato il processo di fusione¹⁰⁴, tanto che lo stesso legislatore comunitario prevede una specifica procedura volta alla più celere e trasparente divulgazione del progetto di fusione (1.6), il quale, dovrà espressamente contenere l'indicazione di "tutti i vantaggi particolari eventualmente attribuiti ai membri degli organi di amministrazione [...]" (previsione contenuta all'articolo 122, lettera h), introdotta a seguito delle modifiche intervenute con la Direttiva 2019/2121).

Sarà pertanto compito degli azionisti valutare se tali vantaggi possano generare un conflitto d'interessi dannoso che giustifichi il respingimento dell'offerta di fusione, oppure se la stessa possa determinare un accrescimento del valore delle quote o delle azioni così da favorirne l'approvazione¹⁰⁵.

Il successo delle acquisizioni non richiede invece una cooperazione manageriale attiva.

Similmente alla fusione, sono disposti una serie di obblighi pubblicitari e informativi volti alla divulgazione di informazioni di rilevanza cruciale affinché i possessori di titoli della società *target* siano in grado di intraprendere una decisione informata e consapevole in merito alla proposta in esame (1.6). Al pari di quanto previsto per la fusione, ai sensi dell'art. 9, paragrafo 5 della Direttiva 2004/25/CE grava sull'organo amministrativo della società emittente il dovere di redigere e rendere pubblico "un documento contenente il suo parere motivato sull'offerta, compreso il suo parere sugli effetti che il suo eventuale successo avrà su tutti gli interessi della società, compresa l'occupazione e sui piani strategici dell'offerente per la società

¹⁰³ PAPADOPOULOS, in *op. cit.* p.5

¹⁰⁴ MANNE, HENRY. *Mergers and the market for corporate control*. Journal of Political Economy, 1965, p.110 ss.

¹⁰⁵ GARGANTINI, MATTEO. *Cross-Border Mergers and Cross-Border Takeovers Compared*, in PAPADOPOULOS THOMAS (a cura di). *Cross-Border Mergers - EU Perspectives and National Experiences*. Springer, 2019, p.141 ss.

emittente e le loro ripercussioni probabili sull'occupazione ed i siti di lavoro indicati nel documento di offerta [...]”¹⁰⁶.

Tuttavia, completata la disamina degli obblighi informativi, la disciplina del coinvolgimento dell'organo amministrativo nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto resta estranea all'ottica cooperativa che abbiamo analizzato in relazione all'operazione di fusione, vista la natura potenzialmente “avversa” dell'operazione di acquisizione¹⁰⁷. Il ruolo del consiglio di amministrazione nelle fusioni transfrontaliere, da un lato, e nelle acquisizioni transfrontaliere, dall'altro, appare quindi molto diverso.

Nell'ambito di un'offerta pubblica di acquisto potrebbe emergere *in primis* l'interesse degli amministratori a conservare saldamente la propria posizione e, come reazione all'offerta medesima, questi potrebbero mettere in atto misure che di fatto ostruiscono la possibilità da parte di coloro che intendono liquidare le azioni, di trarre vantaggio dall'opportunità scaturita dall'OPA, mediante l'adozione delle c.d. “misure difensive”¹⁰⁸ (*antitakeover*). In linea teorica, *nulla quaestio* se le misure in questione fossero approvate dagli azionisti o fossero rese doverose quale metodo di difesa da una acquisizione non voluta in ragione, a titolo esemplificativo, dell'assenza di un incremento del valore azionario o, ancora, del carattere coercitivo dell'offerta stessa. Tuttavia, se così non fosse, il comportamento degli amministratori si porrebbe in chiaro conflitto con l'interesse societario. Per impedire (preventivamente) il verificarsi di tale fenomeno, il legislatore europeo predispose alcuni strumenti giuridici di tutela.

Il comportamento dell'organo amministrativo della società *target* innanzitutto è vincolato dal principio delineato all'art. 3, paragrafo 1, lettera c) della Direttiva 2004/25/CE, secondo cui esso dovrà essere fermamente orientato al perseguimento dell'interesse societario complessivo, ponendosi altresì l'obiettivo di non ostacolare la possibilità dei possessori di titoli di decidere nel merito dell'offerta. Trattasi di un

¹⁰⁶ Sul tema si veda REGOLI, DUCCIO. *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*. Giappichelli, Torino, 1996.

¹⁰⁷ Generalmente una acquisizione si definisce ostile quando essa è contraria alla volontà del *management* della società *target*; in tal senso WEIGMANN, ROBERTO. *Le offerte pubbliche di acquisto*, in COLOMBO GIOVANNI EMANUELE, PORTALE GIUSEPPE BENEDETTO (a cura di). *Trattato delle società per azioni*. UTET, 1993, p. 319.

¹⁰⁸ Ai sensi dell'art. 9, paragrafo 2 della Direttiva 2004/25/CE la nozione di misura difensiva ricomprende “qualsiasi atto od operazione che possa contrastare il conseguimento degli obiettivi dell'offerta”. Non è poi un caso che l'unica eccezione rispetto alle misure in questione sia rappresentato dalla “ricerca di altre offerte”; trattasi infatti di una misura praticabile dal consiglio di amministrazione senza il previo consenso assembleare, attraverso la quale gli amministratori stessi potrebbero trovare un nuovo offerente che, da un lato, offra condizioni più vantaggiose agli azionisti e, dall'altro, garantisca loro una riconferma nella gestione successiva al conseguimento del controllo societario.

principio che, in quanto generale, vincola qualsiasi comportamento di questo organo nell'ambito dell'intera procedura acquisitiva, compreso il suo obbligo informativo prima analizzato.

Il legislatore poi, statuito tale cruciale principio generale, compie uno sforzo ulteriore nel riconoscimento di una disciplina specifica preventiva rispetto all'adozione di potenziali comportamenti dannosi e ostruzionistici da parte dell'organo di amministrazione. In questa prospettiva, si manifesta l'intervento della disposizione contemplata nell'articolo 9, che vieta imperativamente, all'apparato amministrativo della società *target*, di perpetrare atti od operazioni suscettibili di andare in contrasto con il conseguimento dei fini precipui dell'offerta stessa (comunemente conosciuta come "regola di passività" o *passivity rule*). L'ingiunzione si estende altresì alle operazioni precedentemente autorizzate dall'assemblea, le quali potrebbero essere eseguite dagli amministratori in carica durante il corso di un'offerta pubblica di acquisto. Tale restrizione entra in vigore a partire dall'istante in cui la società bersaglio prende conoscenza della decisione del promotore dell'offerta e termina con la diffusione dei risultati dell'offerta medesima. La rimozione del vincolo di passività può essere realizzata soltanto attraverso una apposita deliberazione assembleare¹⁰⁹ che autorizzi gli amministratori alla esecuzione di misure finalizzate a salvaguardare la società dal tentativo di scalata. Si riconosce così gli azionisti il diritto sovrano di determinare le sorti della futura *governance* della società, rimuovendone la relativa facoltà dagli amministratori¹¹⁰. Siffatto rischio, tuttavia, non è completamente scongiurato. Nella prassi, infatti, emergono ulteriori strumenti in grado di consolidare la società, proteggendola e rendendola più resistente a potenziali attacchi esterni. Tali tecniche si concretizzano mediante l'incorporazione all'interno degli statuti sociali di una serie di clausole predeterminate che sortiscono l'effetto di ostacolare le intenzioni degli eventuali offerenti, precludendo loro la possibilità di esercitare il controllo sulla società¹¹¹. Con l'intento di superare queste ulteriori barriere che potrebbero interporre alla formazione di un mercato efficiente per il controllo delle società, la direttiva introduce il principio della neutralizzazione, concepito con l'obiettivo di agevolare la

¹⁰⁹ Per agevolare tale delibera, l'articolo 9, paragrafo 4 della Direttiva 2004/25/CE consente agli Stati membri la possibilità di prevedere norme che consentano "la convocazione di un'assemblea generale a breve termine, a condizione che la stessa non si tenga prima di due settimane dalla notifica"

¹¹⁰ TOLA, in *op. cit.* p. 496

¹¹¹ *Ibid*

competitività delle imprese, favorendo la creazione di un contesto in cui vi è maggiore possibilità di concorrenza tra i vari soggetti interessati¹¹².

È infatti previsto che nel momento in cui un'offerta di acquisizione viene resa di dominio pubblico, tutte le disposizioni statutarie che sono volte a ostacolare l'acquisizione stessa o la conseguente assunzione del controllo, decadano dalla loro efficacia e siano prive di ulteriore applicabilità¹¹³. Questo effetto trova riscontro, in particolar modo, nelle circostanze esplicitamente regolate dall'articolo 11, quali le limitazioni al trasferimento dei titoli sancite attraverso clausole statutarie o disposizioni contrattuali intercorrenti tra i soci (paragrafo 2); le restrizioni relative all'esercizio del diritto di voto (paragrafo 3); i titoli a voto plurimo (paragrafo 3); i diritti di nominare gli amministratori (paragrafo 4)¹¹⁴.

La prescrizione della regola di passività e il principio di neutralizzazione dei diritti avevano suscitato una reazione contraria in alcuni degli Stati membri. Questi paesi erano animati da preoccupazioni circa l'eventualità che tali disposizioni avrebbero potuto rendere le rispettive aziende eccessivamente esposte a operazioni di acquisizione, soprattutto di provenienza estera¹¹⁵. È questa una delle più rilevanti preoccupazioni che aveva innescato la netta opposizione nei confronti dell'approvazione della menzionata Proposta di Direttiva del 2001. Al fine di risolvere l'*impasse* e pervenire alla formulazione della misura normativa conclusiva, è stato indispensabile adottare una via di compromesso, la quale ha trovato attuazione mediante la previsione degli "accordi opzionali". L'articolo 12, infatti, concede agli Stati membri la prerogativa di riservarsi il diritto di esimere le imprese insediate sul proprio territorio dall'osservanza degli imperativi sanciti nell'articolo 9, paragrafi 2 e 3, e nell'articolo 11. Tuttavia, tale opzione nell'ambito dell'ordinamento nazionale non preclude il fatto che le singole società possano deliberare di adottare volontariamente tali norme. Per perseguire questo obiettivo, è necessaria l'adozione di una specifica deliberazione assembleare, la quale deve essere successivamente comunicata all'autorità di vigilanza dello Stato membro in cui la società ha sede, nonché alle

¹¹² Cfr. ANNUNZIATA, VENTORUZZO, in *op. cit.* p. 459 ss.

¹¹³ TOLA, in *op. cit.* p. 496

¹¹⁴ In questo caso resta tuttavia ferma la tutela nei confronti degli azionisti che, nelle ipotesi analizzate, subiscono una perdita conseguente alla neutralizzazione dei loro diritti. Ai sensi dell'articolo 11, paragrafo 5 della Direttiva 2004/25/CE, infatti, "è d'obbligo fornire un equo indennizzo per qualsiasi perdita subita dai titolari di questi diritti. Le condizioni per determinare questa compensazione e le modalità del pagamento sono fissate dagli Stati membri".

¹¹⁵ ANNUNZIATA, VENTORUZZO, in *op. cit.*

autorità di vigilanza degli Stati membri in cui hanno luogo le negoziazioni dei titoli in questione. Oltre a ciò, qualora l'ordinamento giuridico nazionale ne conceda la possibilità, l'efficacia della determinazione con cui l'impresa si impegna al rispetto della disposizione di passività e al principio di neutralizzazione potrebbe venir meno nell'eventualità in cui la medesima impresa divenisse oggetto di una OPA promulgata da un'altra entità societaria (o da una sua controllata) non soggetta all'obbligo di rispettare tali imperativi.

Come conseguenza di queste ultime disposizioni, seppur determinanti ai fini dell'adozione della Direttiva di armonizzazione in materia di OPA qui esaminata, si determina, oltre che una mitigazione della rilevanza ed efficacia della regola di passività e della regola di neutralizzazione, una parallela ed inevitabile frammentarietà del sistema intracomunitario¹¹⁶.

1.5. Tutela degli azionisti

Tanto le fusioni transfrontaliere quanto le acquisizioni transfrontaliere si fondano sull'approvazione dei soci come principale meccanismo decisionale¹¹⁷.

Ambedue i quadri giuridici affrontano questioni analoghe in merito alla necessità di assicurare la salvaguardia degli investitori durante le riorganizzazioni, agevolando contemporaneamente l'efficienza delle operazioni finanziarie. La tutela degli *shareholders*, tuttavia, pur essendo un tema centrale per entrambe le normative, si sviluppa con peculiari esigenze di garanzia rispetto alle diverse operazioni esaminate.

In tema di acquisizioni di partecipazioni di controllo di società quotate, come abbiamo visto, la tutela degli azionisti, in particolare di quelli di minoranza, qualificati nella categoria dei soggetti "*need of protection*"¹¹⁸, si sottende a vera e propria *ratio* ispiratrice della disciplina. L'art. 3 della Direttiva 2004/25/CE enuncia una serie di principi ai quali devono conformarsi le norme nazionali di recepimento, *primus inter pares* il principio della parità di trattamento per tutti i possessori di titoli di una società emittente, appartenenti alla stessa categoria, e della tutela, qualora una persona

¹¹⁶ TOLA, in *op. cit.* p. 497

¹¹⁷ GARGANTINI, in *op. cit.* p.145

¹¹⁸ GUACCERO, ANDREA. *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*. Giuffrè, 2007

acquisisca il controllo della società, degli altri possessori. In questo senso si comprende la disposizione chiave dell'art. 5 della Direttiva volta a dare effettività al principio della *par condicio* mediante la disciplina della "offerta obbligatoria" e del suo rispettivo prezzo: "Gli Stati membri provvedono a che, qualora una persona fisica o giuridica, per effetto di propri acquisti o dell'acquisto da parte di persone che agiscono di concerto con essa, detenga titoli di una società di cui all'articolo 1, paragrafo 1, che, sommati ad una partecipazione già in suo possesso e ad una partecipazione di persone che agiscono di concerto con essa, le conferiscano, direttamente o indirettamente, diritti di voto in detta società in una percentuale tale da esercitare il controllo della stessa, detta persona sia tenuta a promuovere un'offerta per tutelare gli azionisti di minoranza di tale società. L'offerta è promossa quanto prima ed è indirizzata a tutti i possessori dei titoli per la totalità delle loro partecipazioni, al prezzo equo definito nel paragrafo 4". Questo "prezzo equo" dell'offerta, che costituisce un elemento fondamentale della normativa, deve, secondo le disposizioni comunitarie, essere almeno uguale al "prezzo massimo pagato per gli stessi titoli dall'offerente, o da persone che agiscono di concerto con lui, in un periodo, che spetta agli Stati membri determinare, di non meno di sei e non più di dodici mesi antecedenti all'offerta di cui al paragrafo 1" (Articolo 5, par. 4).

Menzionati gli aspetti fondanti della disciplina europea sulla offerta pubblica di acquisto in tema di azionisti di minoranza, un aspetto basilare di entrambe le discipline (fusione e acquisizione) è rappresentato dal processo decisionale dei soci delle società coinvolte, dal quale emergono peculiari esigenze di tutela in relazione alle diverse operazioni esaminate. Per assicurare un congruo ed effettivo esercizio del diritto di voto ambedue le normative contemplano *in primis* una serie di disposizioni volte a garantire una piena informazione da parte degli *shareholders*, realizzata mediante una serie di previsioni promotrici della trasparenza dell'operazione stessa, che verranno analizzate nel paragrafo successivo (e che in parte, relativamente agli obblighi informativi gravanti sull'organo amministrativo a favore di soci e lavoratori, abbiamo già analizzato nel paragrafo precedente). Per considerare un quadro normativo completo risulta poi cruciale l'inclusione di una specifica disciplina finalizzata a tutelare il diritto di recesso dei soci¹¹⁹.

¹¹⁹ PAPADOPOULOS, in *op. cit.* p.537

Nell'ambito della fusione transfrontaliera, come precedentemente menzionato, i soci rivestono una funzione essenziale e proattiva nell'*iter* procedurale, in quanto essi hanno il compito di votare in sede assembleare in merito al progetto comune di fusione.

La disciplina comunitaria inizialmente si mostrava lacunosa riguardo alla concessione di una protezione specifica a favore dei soci che si opponevano alla fusione, infatti, la Decima Direttiva, in linea con il suo intento di "armonizzazione minima", abbandonava l'intento di uniformare la materia attraverso prescrizioni comuni, lasciando agli Stati membri la facoltà di adottare ulteriori "disposizioni volte ad assicurare una protezione adeguata dei soci di minoranza che si sono opposti alla fusione transfrontaliera"¹²⁰ (art. 4, par.2 Direttiva 2005/56/CE). La predetta disposizione era essenzialmente finalizzata ad autorizzare i singoli Stati membri a realizzare misure di tutela aggiuntive per i soci che, in occasione della fusione, non avessero manifestato il loro assenso. Nonostante ciò, la direttiva in questione non conteneva una previsione esplicita in merito al riconoscimento di un diritto di "exit" a beneficio degli stessi soci¹²¹ ma, al contrario, le modifiche apportate nel 2009 all'articolo 10 della medesima direttiva sembravano quasi sottintendere l'intento del legislatore europeo di scoraggiare gli Stati membri dall'introdurre un tale diritto di recesso¹²². La previsione di queste disposizioni normative ha creato nel contesto comunitario una carenza di tutela delle minoranze dissenzienti nell'ambito di una procedura di fusione transfrontaliera, favorendo altresì il diffondersi di un mosaico di eterogenei regimi nazionali, connotati da una ampia complessità e incertezza sulla materia¹²³. In questo contesto, si è determinato un notevole interesse della dottrina¹²⁴ e degli attori rilevanti, con l'obiettivo di promuovere una maggiore congiunzione delle normative nazionali, al fine di instaurare un riconoscimento chiaro e univoco a livello comunitario del diritto di recesso, ossia di quel meccanismo di salvaguardia che consente ai soci di alienare le azioni detenute ricevendo una adeguata liquidazione e,

¹²⁰ *Ibid*

¹²¹ CARDUCCI, in *op. cit.*, p.1202 ss.

¹²² Nel dettaglio, l'art. 10 prevedeva che qualora la legislazione di uno Stato membro in cui è soggetta una delle società partecipanti alla fusione contenga disposizioni relative al controllo e all'adeguamento del rapporto di cambio o a un meccanismo di liquidazione dei soci di minoranza che intendono dismettere la loro partecipazione nella compagine societaria, ciò non costituirà un ostacolo all'iscrizione della fusione transfrontaliera nel registro. Tuttavia, tale procedura sarà applicabile soltanto con l'esplicito consenso di tutte le altre società partecipanti alla fusione, collocate in Stati membri dove la legislazione non prevede simili normative.

¹²³ Cfr. Considerando n.17, Direttiva 2005/56/CE

¹²⁴ SCHMIDT, in *op. cit.*, p.20 ss.; PAPADOPOULOS, in *op. cit.*, p.14 ss.

eventualmente, un'ulteriore compensazione, nel caso in cui il rapporto di cambio fissato dalla società risulti inadeguato. Tramite la Direttiva 2019/2121 il legislatore comunitario ha abrogato il richiamo alla mera discrezionalità e, contestualmente, ha istituito il nuovo articolo 126-bis, che enuncia una disciplina uniforme volta a tutelare i soci dissenzienti. Di fronte alla circostanza in cui, in seguito a una fusione transfrontaliera, i soci si trovano spesso sottoposti a una legislazione diversa da quella alla quale erano originariamente soggetti, l'articolo 126-bis concede il diritto a coloro che hanno votato contro la fusione e che, in conseguenza dell'operazione, diventano soci di una società soggetta al diritto di uno Stato membro differente, di disporre delle proprie azioni o quote attraverso una "equa liquidazione" in denaro¹²⁵. Alla base della previsione di detto diritto di recesso si sottende il principio secondo cui la maggioranza non dovrebbe imporre alla minoranza l'accettazione dell'eventuale mutamento della *lex societatis* derivante dalla fusione transfrontaliera, in quanto ciò potrebbe arrecare una significativa diminuzione dei diritti societari o determinare un'alterazione sostanziale delle condizioni di investimento¹²⁶. Il disposto dell'articolo 126-bis stabilisce che, in ogni caso, la manifestazione della volontà di esercitare il diritto di recesso debba essere formalmente notificata alla società partecipante alla fusione entro un lasso temporale di un mese dall'assemblea che ha provveduto ad approvare l'operazione e, conseguentemente, i dettagli inerenti alla liquidazione in denaro offerta ai soci dovranno essere inclusi nel progetto comune di fusione, stilato congiuntamente dalle società fondenti (Art. 122 Direttiva Societaria), unitamente al metodo impiegato per la valutazione dell'importo della liquidazione. Si tenga presente che l'effettiva corresponsione della liquidazione avverrà soltanto dopo che l'operazione di fusione avrà acquisito efficacia, entro un limite massimo di due mesi dalla data di efficacia della fusione, in conformità con quanto stabilito dall'articolo 126-bis¹²⁷. Al fine di garantire la piena completezza e correttezza dell'*iter* sopra delineato, è previsto infine che il *quantum* della liquidazione pecuniaria sia sottoposto a una valutazione puntuale da parte di un esperto imparziale (il cui parere dovrà essere incluso nell'apposita

¹²⁵ Si sottolinea che, comunque, gli Stati membri conservano la discrezionalità di estendere tale prerogativa anche a ulteriori soci delle società partecipanti alla fusione; cfr. Considerando n. 18 Direttiva 2019/2121

¹²⁶ Sul punto si veda WINNER, MARTIN. *Protection of Creditors and Minority Shareholders. Cross-border Transactions*. ECFR 1-2/2019, p. 68 ss; BARTMAN, STEPHANUS MARIE. *10 Years Cross-Border Mergers Directive: Some Observations About EU Border Protection and Minority Exit Rights*. *European Company Law Journal* 14, no. 6, 2017, p. 215 ss.

¹²⁷ WINNER, in *op. cit.* p. 70 ss.

relazione, ex art 125) e, nel caso in cui gli altri soci giudichino tale valutazione insoddisfacente, avranno il diritto di contestarla e di porla sotto scrutinio dinanzi all'autorità competente o all'ente designato ai sensi del diritto nazionale, al fine di ottenere un adeguamento monetario. L'obiettivo di questa fase di impugnazione consiste nel conseguire una ricalibrazione dell'entità della liquidazione in denaro, affinché sia equa e congrua con le peculiarità dell'operazione di fusione e con gli interessi dei partecipanti. Le previsioni sancite dalla Direttiva 2019/2121 attuano una sinergia tra l'impellente necessità di rafforzare la salvaguardia dei soci, in particolare quelli di minoranza, e l'imperativo di non arrecare svantaggi al processo di attuazione delle fusioni transfrontaliere.

Il quadro regolamentare dei *takeover* si discosta sensibilmente dalla disciplina ora esaminata. In primo luogo, nell'ambito del processo di acquisizione di una società quotata, si richiede l'avallo dell'operazione esclusivamente da parte degli azionisti della società *target*, a differenza della fusione, in cui l'approvazione coinvolge entrambe le società interessate. Inoltre, l'approvazione da parte degli azionisti riveste una connotazione individuale, anziché collettiva e assembleare, poiché l'offerta pubblica di acquisto è mirata a coinvolgere ogni azionista singolarmente¹²⁸.

Il meccanismo di accettazione delle acquisizioni può essere intrinsecamente affetto da problematiche relative all'azione collettiva ("*collective action problems*"), le quali possono generare esiti subottimali nella riallocazione del controllo societario. Da un lato, gli azionisti offerenti potrebbero essere disposti a presentare un'offerta ad un prezzo inferiore al valore stimato delle azioni senza cambiamento di controllo, motivati dalla preoccupazione di rimanere intrappolati in una società meno redditizia qualora l'acquisizione avesse successo (fenomeno noto come *pressure to tender*); d'altra parte, potrebbe sorgere la situazione opposta: qualora gli azionisti ritenessero che la modifica del controllo incrementerebbe il valore della società e che il prezzo di offerta non rifletterebe pienamente tale valore atteso, potrebbero astenersi dal presentare offerte (fenomeno noto come *free riding*)¹²⁹.

¹²⁸ GARGANTINI, in *op. cit.* p. 148

¹²⁹ BEBCHUCK, LUCIAN ARYE. *Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers*. Harvard Law Review 98, 1985, p. 1720 ss.

Similmente, tali problemi si riflettono anche nella prospettiva degli azionisti della società *target*, specialmente nei confronti di quegli azionisti che non siedono nella “cabina di regia”.

Il fenomeno della *pressure to tender* (o coazione a vendere) denota la particolare condizione che può insorgere tra i piccoli azionisti destinatari di un’offerta pubblica di acquisto, i quali, pur ritenendo il prezzo dell’offerta inadeguato, sono indotti ad aderirvi per via dell’apprensione che l’OPA possa avere comunque successo (grazie all’adesione del resto della compagine azionaria) e il valore di mercato delle azioni post-OPA si svaluti in virtù dei cambiamenti nella struttura di controllo societario e/o della minore liquidità che ne deriverebbero¹³⁰. La "pressione per aderire" assume rilevanza per l’azionista marginale, ovvero colui che considera la sua partecipazione all’offerta come non decisiva per il suo esito. In questa circostanza, la mancanza di possibilità di coordinare le proprie azioni con quelle di altri azionisti in una posizione simile, a causa dei costi di coordinamento considerati sproporzionati rispetto ai possibili benefici (si tratta dei problemi di azione collettiva menzionati in precedenza), influenza significativamente la scelta di aderire o meno. Tale decisione dipende quindi non soltanto dalla valutazione soggettiva dell’opportunità economica dell’offerta, ma anche, e soprattutto, dagli ostacoli di coordinamento con gli altri azionisti e dall’incertezza riguardo al risultato dell’offerta¹³¹. Problemi di coordinamento sorgono poiché l’offerta pubblica di acquisto, di solito, non offre agli azionisti un mezzo adeguato per manifestare la loro preferenza, se non mediante la dismissione delle proprie azioni.

Indubbiamente, esistono diverse metodologie miranti ad attenuare, se non eliminare del tutto, la pressione verso una *tender offer*; tuttavia, tali approcci sono soggetti a una limitata uniformazione comunitaria. Tra le misure difensive contemplate dall’articolo 9 della Direttiva 2004/25/CE emerge uno di questi meccanismi, in quanto i membri del consiglio di amministrazione possono opporsi al successo dell’operazione di acquisizione qualora gli azionisti esprimano il loro assenso¹³². Un’altra strategia per contrastare il verificarsi di tale fenomeno è quella di concedere una dilazione dei termini dell’offerta, al fine di consentire al soggetto non concorde

¹³⁰ Cfr. Regolamento emittenti, allegato 4. *Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della “pressure to tender”*. Consob, 2010, p. 2

¹³¹ *Ibid*

¹³² Cfr. 1.4

con il corrispettivo proposto di aderirvi in un secondo momento, dopo avere attentamente ponderato i risultati della medesima; tuttavia, anche in questo caso, tali procedure non sono oggetto di armonizzazione da parte del legislatore comunitario. In questo scenario, dunque, la legge nazionale riveste un ruolo cruciale nella mitigazione dell'onere gravante sugli azionisti e, in simmetria, nel conseguimento di un adeguato bilanciamento del loro grado di salvaguardia.

Riguardo alle fusioni transfrontaliere, il procedimento decisionale collettivo consente una delibera dei soci immune da indebite costrizioni: coloro che dovessero giudicare insoddisfacente il rapporto di cambio potranno votare contrariamente alla proposta senza alcun timore circa possibili esiti subottimali, ponderando al contempo l'eventualità di esercitare il diritto di recesso, precedentemente analizzato.

Oltre alla problematica della *pressure to tender*, gli azionisti di minoranza si trovano ad affrontare l'ulteriore arduo fenomeno del *free riding*. Quest'ultimo sorge quando i piccoli azionisti, pronosticando un potenziale aumento del valore delle proprie azioni dopo l'acquisizione, si astengono dall'aderire all'offerta pubblica, al fine di beneficiare del valore aggiunto generato dal nuovo azionista di controllo¹³³. La pervasiva adozione di tale comportamento potrebbe condurre al paradigma estremo del fallimento di offerte considerate vantaggiose dalla maggioranza degli azionisti coinvolti. Anche in questo caso sorgono problemi perché l'offerta pubblica di acquisto non offre tipicamente agli azionisti un modo per manifestare la loro preferenza se non offrendo le loro azioni. Per mitigare questo possibile insuccesso del mercato, un approccio relativamente diffuso sarebbe quello di attribuire agli azionisti la facoltà di conseguire una partecipazione nei rendimenti successivi all'offerta. Strumenti idonei a tale proposito sono le offerte di scambio, in cui le azioni della società offerente vengono offerte in cambio delle azioni della società *target*¹³⁴.

Dal punto di vista degli azionisti destinatari, le fusioni emulano in parte le dinamiche delle offerte di scambio. In particolare, i soci della società conferente vengono corrisposti con quote della società incorporante, scongiurando così la

¹³³ Sul tema si veda DAVIES, PAUL. *Control Shifts via Share Acquisition Contracts with Shareholders (Takeovers)*. *The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance*. Oxford Handbooks, 2018

¹³⁴ Cfr. GARGANTINI, in *op. cit.* p. 152; Regolamento emittenti, allegato 4. *Analisi di impatto delle previsioni regolamentari volte a correggere gli effetti della "pressure to tender"*. Consob, 2010, p.10

possibilità di *free-riding* da parte di soci timorosi di non partecipare ai vantaggi futuri derivanti dalla nuova gestione aziendale¹³⁵.

In ultima analisi, si rivela imprescindibile condurre una disamina della disciplina giuridica concernente il diritto di recesso nell'ambito di una transazione di offerta pubblica di acquisto, al fine di pervenire a una tutela esaustiva degli azionisti di minoranza. Come abbiamo visto in precedenza, a livello comunitario, la regolamentazione della "offerta obbligatoria" consente alle minoranze di ritirare i propri investimenti in situazioni di acquisizione: quando avviene un cambiamento di controllo o quando una società ampiamente "posseduta" diventa una "società controllata"¹³⁶, la regola dell'offerta obbligatoria permette agli azionisti di vendere le loro azioni ad un prezzo che, in linea di principio, dovrebbe riflettere almeno una parte dei futuri rendimenti previsti delle nuove azioni in controllo (art. 5 Direttiva 2004/25/CE).

Tuttavia, nel presente contesto, si delineano esigenze intrinseche peculiari che permeano la stessa disciplina dell'offerta pubblica di acquisto, orientate verso la promozione di una contendibilità del controllo societario più robusta ed efficiente, al fine di garantire una gestione societaria ottimale nel rispetto degli imperativi normativi e di *governance*¹³⁷. Si comprende così la previsione di una normativa volta alla realizzazione di una "uscita forzata" degli azionisti di minoranza (*squeeze-out*).

Il diritto di acquisto o *squeeze-out* è una posizione giuridica riconosciuta all'offerente che all'esito di un'offerta pubblica si trovi con una partecipazione almeno pari al 90% del capitale con diritto di voto e del 90% dei diritti di voto della società emittente¹³⁸: in questo caso il legislatore europeo gli ha riconosciuto il diritto di acquistare i titoli residui (art. 15 Direttiva 2004/25/CE). La dottrina si è interrogata sulle varie motivazioni che potrebbero favorire una tale previsione legislativa nel contesto del mercato del controllo societario. Una prima motivazione nel prevedere tale diritto d'acquisto può riguardare l'interesse dello stesso offerente, che potrebbe voler liquidare gli azionisti rimasti e consolidare un controllo totalitario,

¹³⁵ Questa similitudine giustifica altresì un trattamento fiscale paritetico quando tali operazioni di ristrutturazione avvengono a livello transfrontaliero (ai sensi dell'art. 2(1)(e) e dell'art. 8 della Direttiva 2009/133/CE)

¹³⁶ Il diritto comunitario lascia la definizione della soglia di controllo alla discrezione degli Stati membri

¹³⁷ Cfr. 1.2.2.

¹³⁸ Il legislatore europeo concede agli Stati membri la possibilità di fissare una soglia più elevata che comunque non deve superare il 95% del capitale con diritto di voto e il 95% dei diritti di voto

eventualmente anche per una finalità di *delisting* della società o per porre in essere operazioni di fusione o scissione¹³⁹. La “privatizzazione” della società, non più aperta al pubblico risparmio, potrebbe a sua volta essere dettata da una pluralità di ragioni, come ad esempio la mancanza di liquidità dovuta all’attività sui mercati finanziari, le basse prospettive di crescita della società e la conseguente scarsa capacità di attrarre investitori sui mercati o ancora gli elevati costi da sostenere quando si è quotati¹⁴⁰. In sostanza, secondo questa prima tesi lo *squeeze-out* è finalizzato a risolvere dei problemi endosocietari. Una seconda *ratio* dell’istituto risiede nell’interesse dell’offerente ad evitare azioni di disturbo da parte di una sparuta minoranza, che potrebbe abusare della propria posizione e assumere atteggiamenti ostruzionistici¹⁴¹. È opportuno infine fare riferimento ad un’altra presunta finalità dell’istituto, che in questo caso attiene alla tutela degli investitori di minoranza: quando il 90% dei titoli è in mano ad un unico soggetto, per ragioni di efficienza nella negoziazione si offre una via d’uscita (forzosa) agli azionisti minori, che possono ottenere dai titoli in possesso un prezzo adeguato, senza perciò sopportare la perdita di liquidità dovuta all’esito dell’offerta pubblica¹⁴². In realtà a tale ultima finalità risponde parallelamente la previsione dell’art.16 della Direttiva 2004/24/CE in quanto, con essa, la normativa europea consente espressamente (sin dalla sua origine, a differenza della fusione transfrontaliera) alle minoranze il diritto di vendere le proprie azioni all’offerente che ha acquisito almeno il 90% delle azioni con il diritto di voto (*sell-out*). Ciò consente alle piccole minoranze residue di lasciare l’azienda ad un prezzo equo quando la loro capacità di prevenire comportamenti potenzialmente abusivi da parte dell’azionista di controllo è compromessa¹⁴³.

¹³⁹ Sulle finalità di *delisting* sottese all’esercizio del diritto d’acquisto, MUCCIARELLI, FEDERICO MARIA. *Le offerte pubbliche d’acquisto e di scambio*. Giappichelli, 2014, pp. 224 e ss.; MARTINEZ, ISABELLE. SERVE, STEPHANIE. *The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze out (BOSO)*. International Review of Law and Economics, vol. 31, 2011, pp. 228-239. In merito al possibile interesse a compiere operazioni di fusione o scissione una volta ottenuto il controllo totalitario, AMOROSINO, SANDRO. *Manuale di diritto del mercato finanziario*, terza edizione, Milano, Giuffrè, 2014, p. 352

¹⁴⁰ Cfr. Martinez, Serve, in *op. cit.*

¹⁴¹ In questo senso, COSTI, RENZO. *Il mercato mobiliare*. Undicesima edizione, Torino, Giappichelli, 2018, p. 105; CHIAPPETTA, FRANCESCO. *Diritto del governo societario*. Quinta edizione. Milano, Wolters Kluwer, 2020, p. 376; MORERA, UMBERTO. *Il diritto delle società*. Quarta edizione. Bologna, Il Mulino, 2012, p. 118 ss.

¹⁴² Cfr. CERA, MARIO. *Le società con azioni quotate nei mercati*. Seconda edizione. Bologna, Zanichelli, 2020, p. 217 ss.

¹⁴³ GARGANTINI, in *op. cit.* p. 156-157

La disciplina dello *squeeze-out* richiede per ultimo un necessario coordinamento con la disciplina della fusione *cross-border*, infatti, secondo quanto previsto dall'art. 132, comma 2 della relativa Direttiva (UE) 2017/1132 si può giovare di una “forma semplificata” di tale operazione di fusione nel caso in cui “una fusione transfrontaliera mediante incorporazione è realizzata da una società che detiene una quota pari o superiore al 90%, ma non la totalità, delle quote e degli altri titoli rappresentativi del capitale sociale che conferiscono diritti di voto nell’assemblea generale della società o delle società incorporate”. In sostanza, una volta che l’offerente ha superato la soglia del 90% può scegliere se “escludere” le minoranze sia attraverso lo strumento del “diritto di acquisto” previsto dalla Direttiva 2004/25/CE nell’ambito di una offerta pubblica di acquisto, sia attraverso l’operazione, in forma semplificata, della fusione transfrontaliera ex art. 132 Direttiva (UE) 2017/1132. Tuttavia, l’entità delle semplificazioni per le fusioni transfrontaliere dipende dalle scelte nazionali e la determinazione del prezzo di *squeeze-out* ai sensi della direttiva 2004/25/UE è armonizzata solo parzialmente. Pertanto, individuare in maniera astratta quale tra le opzioni ipotizzate possa concretizzare il risultato ottimale in termini di salvaguardia degli investitori o si riveli più propensa a promuovere riorganizzazioni transfrontaliere, costituisce un esercizio complesso e delicato, necessitante di un imprescindibile coordinamento con le varie normative nazionali¹⁴⁴.

1.6. Aspetti procedurali

Menzionati gli aspetti fondanti della disciplina europea sulla offerta pubblica di acquisto e sulla fusione transfrontaliera in tema di azionisti di minoranza, un ultimo aspetto comune e centrale di entrambe le discipline, meritevole di primaria disamina relativamente alla tutela dei vari *stakeholders*, è rappresentato dall’esplicito riconoscimento del diritto alla informazione. Entrambe le normative, infatti, prevedono una specifica disciplina basata sui principi di pubblicità e trasparenza, garantita da appositi sistemi di controllo interni ed esterni, volta a sopperire alle frequenti e possibili asimmetrie informative che si potrebbero generare nei confronti

¹⁴⁴ *Ibid*

delle diverse parti coinvolte. Trattasi di principi idonei ad incidere profondamente sulla procedura relativa a ciascuna delle operazioni esaminate.

Per quanto attiene alla fusione transfrontaliera, sin dalla sua iniziale normativa, seppur designata come di "armonizzazione minima", il legislatore comunitario ha predisposto una serie di dispositivi finalizzati all'incremento del flusso informativo proveniente dalle società coinvolte e destinato a una pluralità di portatori di interessi, dettato dalla maggiore complessità e sensibilità insita nella fusione transfrontaliera rispetto a quella intranazionale, con particolare riferimento alla delicata fase preparatoria dell'operazione¹⁴⁵. Nel corso degli anni, il medesimo legislatore poi, tramite gli interventi normativi precedentemente analizzati (1.2.1), ha apportato una molteplicità di modifiche alla disciplina al fine di realizzare un coinvolgimento più ampio degli *stakeholders*.

Relativamente alle formalità pubblicitarie "preliminari", l'attuale normativa comunitaria impone l'elaborazione (in conformità con l'art. 122 della Direttiva (UE) 2017/1132) e la pubblicazione (in accordo con l'articolo 123) del progetto congiunto di fusione da parte dell'organo di direzione o amministrazione di ciascuna società coinvolta (1.4).

Gli elementi minimi enucleati dall'articolo 123 rivestono una preminente valenza, ai fini di garantire un'integrale tutela informativa delle diverse parti coinvolte nell'operazione di fusione. In particolare, assume rilevanza peculiare la previsione di cui alla lettera a), riguardante l'ubicazione della sede sociale della società risultante dall'auspicata operazione; tale circostanza si palesa decisiva per l'individuazione della *lex societatis* applicabile, nonché determinante per l'effettuazione di una ponderata valutazione preventiva circa l'opportunità dell'operazione da parte dei soci, e per un consono scrutinio dei mezzi giuridici fruibili da parte di creditori e obbligazionisti¹⁴⁶; non da meno, acquisiscono rilevanza le disposizioni discendenti dalle lettere b), c), e k), che si riferiscono a ulteriori cruciali aspetti dell'operazione, quali il rapporto di cambio dei titoli, le loro modalità di assegnazione, nonché le informazioni connesse alla valutazione degli elementi patrimoniali attivi e passivi trasferiti alla compagine societaria risultante dalla fusione; è opportuno segnalare poi, *inter pares*, le

¹⁴⁵ Sul tema si veda l'attenta Tesi d'eccellenza di MORICONI, MORENO. *Cross Border Mergers: tra novità introdotte dalla direttiva 2121/2019 e profili evolutivi della disciplina antitrust*. Luiss Thesis, 2020, p. 59 ss.

¹⁴⁶ CARDUCCI, in *op. cit.*, p.1202 ss.

disposizioni di cui alle lettere d), j) concernenti le probabili implicazioni della fusione transfrontaliera sull'occupazione e, se del caso, informazioni sulle modalità relative al coinvolgimento dei lavoratori nella definizione dei loro diritti di partecipazione.

Il progetto comune di fusione così delineato dovrà inoltre essere accompagnato innanzitutto da una nota specifica idonea a informare adeguatamente gli azionisti, i creditori e i rappresentanti dei lavoratori (o, in loro assenza, i dipendenti medesimi) circa la facoltà di avanzare osservazioni in merito al progetto comune stesso. In aggiunta, per conseguire un primario parere esterno sulla congruità dell'operazione, l'articolo 125 prescrive imperativamente la compilazione di un documento relazionale predisposto da esperti indipendenti, contemplandone altresì i contenuti minimi essenziali della perizia, focalizzati principalmente sulla valutazione approfondita del rapporto di cambio proposto: una ponderata valutazione circa la sua congruità; l'esposizione degli approcci metodologici seguiti per giungere a tale valutazione e giudizio sulla loro rilevanza; la rigorosa determinazione dei valori risultanti attraverso le metodologie adottate; l'esposizione, ove presenti, delle eventuali sfide incontrate in tale processo di valutazione.

Trattasi di elementi fondamentali per valutare *prima facie* la correttezza della tutela offerta alle parti coinvolte. In seguito alle enunciate modifiche introdotte con la recente direttiva 2019/2121, tale tutela viene inoltre espressamente riconosciuta a favore dei soci che manifestino l'intenzione di recedere. Ciò si articola in una specifica previsione, in base alla quale la relazione dell'esperto indipendente deve altresì contemplare informazioni dettagliate riguardo al metodo impiegato per la determinazione dell'importo di liquidazione in denaro proposto a loro favore¹⁴⁷. La preservazione della terzietà nella valutazione dell'esperto è garantita dall'art. 133-bis¹⁴⁸, che dispone un rinvio alle giurisdizioni degli Stati membri, i quali, a loro volta, sono incaricati di plasmare una normativa nazionale in merito alla responsabilità civile, indipendenza, imparzialità ed obiettività connesse alla figura dell'esperto.

Ai sensi dell'art. 123, il progetto comune di fusione, l'informativa e la relazione dell'esperto indipendente dovranno essere soggette ad un rigido regime di pubblicità, essendo prevista la loro pubblicazione - salvo alcune eccezioni¹⁴⁹- nel registro delle

¹⁴⁷ MORICONI, in *op. cit.* p. 59 ss.

¹⁴⁸ Introdotto dalla Direttiva 2121/2019

¹⁴⁹ Si tratta dell'ipotesi in cui gli Stati membri provvedano a divulgare i documenti richiesti dalla normativa comunitaria attraverso il proprio sito web per un periodo continuativo che ha inizio non più

imprese, almeno un mese prima dell'assemblea competente a deliberare sull'approvazione del progetto medesimo. Poiché ogni paese dispone di un proprio progetto di fusione pubblicato in base alle norme nazionali, non è necessario istituire una procedura che garantisca il riconoscimento reciproco dei progetti di fusione¹⁵⁰. Una volta approvato il progetto di fusione transfrontaliera è prevista una ulteriore formalità procedurale consistente nel sottoporre il medesimo a un esame di legittimità preventiva, curato dalle autorità statali competenti; tale scrutinio è finalizzato all'emissione di un certificato preliminare, requisito imprescindibile per il concretizzarsi dell'aggregazione societaria.

Ai fini dei suddetti controlli occorre innanzitutto che le società partecipanti alla fusione provvedano a presentare un'apposita domanda di certificato preliminare corredata dal progetto comune, dalle osservazioni degli *stakeholders*, dalla relazione dell'esperto indipendente, dalla relazione di gestione, dall'eventuale parere dei lavoratori e dalle eventuali ulteriori informazioni richieste dagli Stati membri. Sulla base della domanda così presentata, ai sensi dell'art. 127 si prevede *in primis* un controllo sul rispetto delle condizioni, delle formalità e delle procedure prescritte dallo Stato membro presso cui è localizzata la società partecipante alla fusione. In virtù della suddetta disposizione normativa, sarà considerata priva di legittimità l'operazione di fusione che, avvalendosi di indicatori relativi alle peculiarità aziendali, persegue intenti abusivi, fraudolenti o illegali, oppure indirizzata a eludere o evadere il diritto dell'Unione Europea o il diritto nazionale¹⁵¹. Gli accertamenti in oggetto mirano a contrastare l'eventualità che il diritto societario relativo alle operazioni transfrontaliere, massima espressione della libertà di stabilimento, venga strumentalizzato per perseguire scopi distorsivi, abusivi o fraudolenti, attraverso l'istituzione di società fittizie o di comodo¹⁵². In vista della realizzazione dei sopracitati controlli è altresì prevista, nell'ottica di una prospettiva semplificatrice, l'adozione di avanzati sistemi digitali per sfruttare il sistema di interconnessione dei registri delle imprese, al fine di rendere gratuitamente e celermente fruibile al pubblico e alle autorità il certificato preliminare, unitamente al progetto comune di fusione

tardi di un mese prima della data fissata per l'assemblea generale prevista dall'art 126 e finisce non prima della conclusione di detta assemblea generale.

¹⁵⁰ GARGANTINI, in *op. cit.* p. 145 ss.

¹⁵¹ MORICONI, in *op. cit.*

¹⁵² Come anche specificato dal Considerando n. 34

(conformemente all'articolo 127-bis). In secondo luogo, è opportuno sottolineare che, ai sensi dell'articolo 128, è previsto un ulteriore scrutinio di legittimità per la fusione transfrontaliera in relazione alla compatibilità dell'operazione con le disposizioni dello Stato membro di destinazione; tale controllo ha prevalentemente ad oggetto le disposizioni concernenti la fase realizzativa dell'operazione e, eventualmente, la fase costitutiva della società risultante dalla fusione qualora quest'ultima sia soggetta alla legislazione nazionale dello Stato di destinazione. Questo esame, sostanzialmente, ha lo scopo di verificare che il progetto comune di fusione transfrontaliera sia stato approvato nei medesimi termini dalle società partecipanti all'operazione e, ove pertinente, sarà destinato anche a vagliare l'osservanza e il rispetto delle modalità relative alla partecipazione dei lavoratori. L'adempimento del controllo di legittimità previsto dall'articolo 128 determina l'avvio della fase esecutiva del processo di fusione, la cui regolamentazione è affidata alla giurisdizione dello Stato membro della società risultante.

L'ultimo adempimento pubblicitario sarà rappresentato dalla pubblicazione nei registri nazionali dell'avvenuta fusione transfrontaliera (il cui contenuto informativo minimo è indicato dall'art.130).

Parimenti rigido ma maggiormente snello è il regime informativo e pubblicitario previsto dalla disciplina comunitaria relativa alla offerta pubblica di acquisto. Come per la tutela degli azionisti relativamente al principio di parità di trattamento, anche in questo caso la tutela informativa è suggellata da uno dei principi generali indicati all'art. 3, in particolare da quello di cui alla lettera b) secondo cui "i possessori di titoli di una società emittente devono disporre di un lasso di tempo e di informazioni sufficienti per poter decidere con cognizione di causa in merito all'offerta; qualora consigli i possessori di titoli, l'organo di amministrazione della società emittente presenta il suo parere per quanto riguarda le ripercussioni della realizzazione dell'offerta sull'occupazione, le condizioni di occupazione ed i siti di lavoro della società". A dare effettività e specificità alle prescrizioni generali ora citate è destinato innanzitutto l'art. 6 della Tredicesima Direttiva che prevede, primo fra tutti, l'imperativo di divulgare tempestivamente la decisione di promuovere un'offerta o

l'obbligo di effettuarla, previa (eventuale¹⁵³) notifica all'autorità di vigilanza¹⁵⁴. Lo stesso articolo prevede poi una formalità preliminare di cruciale rilevanza consistente nell'obbligo di predisporre e rendere pubblico un documento di offerta, che in questo caso dovrà essere necessariamente trasmesso all'autorità di vigilanza prima della sua pubblicazione, contenente una serie di informazioni di rilevanza basilare affinché i possessori di titoli della società *target* siano in grado di intraprendere una decisione informata e consapevole in merito alla proposta in esame. All'interno del documento di offerta troviamo, tra i suoi vari elementi, i dati relativi al corrispettivo offerto, soprattutto se composto da titoli, la quantità di titoli che l'offerente intende acquisire, le clausole e le condizioni eventualmente sottese all'offerta, gli obiettivi e le proiezioni strategiche intraprese dall'offerente riguardo alle attività future dell'emittente coinvolto, gli individui agenti di concerto con l'offerente e ogni ulteriore informazione di rilevanza connessa alla transazione in oggetto. Le modalità di divulgazione devono essere idonee a garantire la massima trasparenza e integrità dei mercati, finalizzate ad assicurare una celere ed integrale comprensione da parte dei possessori di titoli riguardo alle condizioni peculiari dell'offerta¹⁵⁵. Anche in questo caso¹⁵⁶ si dispone una tutela peculiare verso i lavoratori, poiché si prescrive che, al completamento della pubblicazione del documento di offerta, i vertici dirigenti dell'entità emittente e dell'offerente siano tenuti a trasmetterlo ai rappresentanti dei dipendenti o, in assenza di tali intermediari, ai lavoratori medesimi.

La tutela loro offerta è inoltre incrementata attraverso una previsione *ad hoc* contenuta all'art. 14 con il quale la Direttiva preserva le regole nazionali applicabili concernenti l'informazione, la consultazione e la partecipazione dei rappresentanti dei lavoratori alle società coinvolte in un'offerta pubblica, previsione che riveste particolare rilevanza per quegli Stati membri che adottano forme di coinvolgimento

¹⁵³ Trattasi di una facoltà rimessa agli Stati membri ai sensi dell'articolo 6 della Direttiva 2004/25/CE

¹⁵⁴ Ai fini però della garanzia della attendibilità di tale offerta, l'art. 3, paragrafo 1, lettera e) della Direttiva 2004/25/CE prescrive che "un offerente può annunciare un'offerta solo dopo essersi messo in condizione di poter far fronte pienamente ad ogni impegno di pagamento del corrispettivo in contanti, se questo è stato offerto, e dopo aver adottato tutte le misure ragionevoli per assicurare il soddisfacimento degli impegni relativi a corrispettivi di altra natura".

¹⁵⁵ Cfr. VEIL, RÜDIGER. *European Capital Markets Law /edited by Rüdiger Veil*. Oxford Portland: Hart publishing, 2013, p. 365 ss.

¹⁵⁶ Si tratta di una previsione dalla quale trae ispirazione la normativa in materia di fusione transfrontaliera, in particolare l'art. 124, paragrafo 7 della Direttiva (UE) 2017/1132; Sul tema si veda PRETO ANTONIO, DESOGUS CLAUDIA. *La direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere di società di capitali*. Contratto e impresa Europa, 2006, 1, p. 253 ss.

dei lavoratori nella gestione dell'impresa¹⁵⁷. Una volta ottenuta l'approvazione statale, il documento è riconosciuto in qualsiasi altro paese europeo¹⁵⁸ ma le autorità del paese ospitante mantengono poteri notevoli. In primo luogo, possono richiedere una traduzione dell'intero documento di offerta in una lingua locale. In secondo luogo, possono chiedere all'offerente di fornire informazioni supplementari sugli elementi pertinenti a livello locale, quali le formalità per l'accettazione dell'offerta e il pagamento del corrispettivo o il regime fiscale applicabile¹⁵⁹.

In base all'articolo 7, il legislatore europeo prospetta un periodo di accettazione dell'offerta, il quale deve rientrare nell'intervallo temporale compreso tra due e dieci settimane. Tale disposizione mira ad armonizzare le necessità contrapposte che emergono nel contesto delle offerte, al fine di conferire agli investitori destinatari un congruo margine temporale per effettuare una diligente valutazione della proposta, preservandoli così da eventuali pressioni che potrebbero minare il carattere ponderato e informato delle decisioni assunte in merito alla transazione. Al contempo, si cerca di circoscrivere l'ambito di incertezza con cui si confronta l'emittente sottoposto all'offerta, specialmente considerando l'impatto della norma di passività che incombe sui suoi amministratori. Questa consapevole ed elaborata articolazione delle tempistiche, mediante un equilibrato bilanciamento degli interessi coinvolti, auspica alla promozione di un processo di negoziazione più equo e trasparente, salvaguardando il ruolo e l'integrità degli attori coinvolti nel contesto delle operazioni finanziarie.

A chiusura del sistema informativo e pubblicitario ora delineato vanno segnalate ulteriori disposizioni conclusive. L'articolo 10 della Tredicesima Direttiva è corredato da una lunga serie di precetti di divulgazione a carico delle società quotate, miranti all'espletamento dell'importante compito di notificare al mercato e alle autorità di controllo la complessità della loro posizione come emittenti, nella prospettiva della valutazione della loro contestuale contendibilità. Nel quadro normativo delineato dalla Direttiva la trasparenza è fondamentale per il corretto funzionamento dei mercati finanziari e per la salvaguardia dell'integrità del sistema. Da un lato, l'Articolo 10 promuove la trasparenza e la tutela degli investitori, imponendo l'obbligo di divulgare

¹⁵⁷ ANNUNZIATA, VENTORUZZO, in *op. cit.* p. 449 ss.

¹⁵⁸ Sul punto si veda GARGANTINI, in *op. cit.* p. 147; VON LACKUM, JENS, MEYER OLIVER, WITT JÖRN-AHREND. *The offering of shares in a cross-border takeover*. European Company and Financial Law Review, 2008, p. 113

¹⁵⁹ *Ibid*

informazioni rilevanti riguardanti l'offerta e le società partecipanti, consentendo agli azionisti di prendere decisioni informate e ponderate. Dall'altro lato, è cruciale garantire un equilibrio per proteggere gli interessi aziendali, impedendo la divulgazione prematura di informazioni sensibili che potrebbero compromettere la posizione competitiva dell'azienda o generare instabilità economica. La confidenzialità delle strategie aziendali e delle operazioni in corso è essenziale per favorire la crescita e la sostenibilità delle imprese. Pertanto, trovare un compromesso tra trasparenza e protezione degli interessi aziendali è una sfida cruciale per i legislatori e i regolatori. Una corretta interpretazione e applicazione dell'Articolo 10 deve dunque garantire che gli investitori abbiano accesso alle informazioni necessarie, ma senza compromettere la competitività e la stabilità del mercato. In aggiunta, risulta opportuno mettere in luce la previsione contenuta nell'articolo 13 della Direttiva, ove si conferisce una delega in bianco ai legislatori nazionali per prescrivere norme relative ad aspetti eterogenei connessi all'elaborazione delle offerte quali il loro svolgimento, la loro decadenza e revisione, la concorrenza tra diverse offerte, la divulgazione dei risultati e la possibilità di sottoporre l'offerta a particolari condizioni. Con tale previsione il legislatore comunitario, senza prescrivere alcuna specifica regola di armonizzazione, affida agli Stati membri il vincolo di adozione di una adeguata normativa per le materie menzionate¹⁶⁰. Lo stesso viene fatto attraverso l'art. 17 con il quale il legislatore europeo impone agli Stati membri di prevedere un appropriato ed efficace sistema sanzionatorio al fine di dissuadere e punire qualsiasi potenziale violazione della Direttiva. Tale articolo, nonostante la sua apparente marginalità, svolge un ruolo fondamentale nel consolidamento di un mercato finanziario europeo solido e fidato. Le sanzioni rappresentano uno strumento essenziale per promuovere comportamenti etici e responsabili nel mondo degli affari, sempre con la giusta attenzione all'applicazione dei principi giuridici comunitari e alla tutela dei diritti degli interessati¹⁶¹.

¹⁶⁰ Resta sempre fermo il vincolo del rispetto degli *standard* minimi di tutela sanciti dalla normativa comunitaria

¹⁶¹ ANNUNZIATA, VENTORUZZO, in *op. cit.* p. 470

CAPITOLO SECONDO - ATTUAZIONE DELLA DISCIPLINA COMUNITARIA TRA ITALIA E REGNO UNITO

SOMMARIO: *2.1 Attuazione delle Direttive comunitarie nel sistema giuridico italiano - 2.1.1. Attuazione della Direttiva OPA 2004/25/CE nel sistema giuridico italiano - 2.1.2. Attuazione della Direttiva (UE) 2017/1132 nel sistema giuridico italiano – 2.2 Attuazione delle Direttive comunitarie su fusione transfrontaliera e offerta pubblica di acquisto nel sistema giuridico britannico*

2.1. Attuazione delle Direttive comunitarie nel sistema giuridico italiano

2.1.1. Attuazione Direttiva OPA 2004/25/CE nel sistema giuridico italiano

Prima di affrontare gli aspetti relativi all'attuazione della Tredicesima Direttiva nell'ordinamento giuridico italiano, è opportuno ripercorrere alcune tappe storiche relative all'adozione di una normativa interna in materia di offerte pubbliche di acquisto, così da comprenderne l'evoluzione relativamente ai punti più dibattuti di tale disciplina nell'ordinamento nazionale.

Nei primi anni del decennio 1950, si fece sempre più evidente l'emergere delle offerte pubbliche di acquisto, fenomeno che si manifestò principalmente nel contesto statunitense. All'interno di un panorama di mercato caratterizzato dalla presenza di società quotate con un ampio spettro di azionisti, l'incremento progressivo nell'adozione di tale modalità acquisitiva di quote di partecipazione determinò prontamente l'instaurazione di un quadro di considerevole incertezza nelle dinamiche di controllo societario. Inevitabili furono le conseguenze sulla tenuta e sull'equilibrio del mercato stesso.

In mancanza di apposite disposizioni regolamentari, l'insufficienza delle informazioni rese disponibili sia alla società oggetto dell'offerta che alla più ampia platea degli investitori conduceva ad un impedimento sostanziale nell'effettuare una valutazione adeguata dei parametri sottostanti all'iniziativa. In tal modo, veniva decisamente preclusa agli azionisti dell'emittente la facoltà di abbracciare o respingere l'offerta con cognizione di causa e, al contempo, l'intero panorama degli operatori di mercato si vedeva privato dell'opportunità di effettuare scelte informate e razionali¹⁶².

Nel 1971 fece il suo esordio l'istituto delle offerte pubbliche di acquisto nel contesto nazionale italiano, trovando il suo preludio nel noto "Caso Bastogi". In quel frangente si inaugurò l'era delle OPA nel panorama nazionale, mettendo in evidenza con eloquente vigore la carenza di un assetto normativo adeguato a regolare con la dovuta precisione questo emergente fenomeno finanziario. Da ciò trasse origine l'imperativo di plasmare regole direttive destinate a sovrintendere l'esecuzione di tali

¹⁶² STELLA RICHTER, in *op. cit.*

offerte, scandendo con precisione i termini e le modalità, e stabilendo contestualmente chiari obblighi e diritti a carico sia delle imprese acquirenti che di quelle destinatarie. In pari misura, presero forma le prerogative meritevoli di riconoscimento nei confronti degli azionisti di minoranza, unitamente alla configurazione di misure atte a preservare e difendere l'entità societaria oggetto dell'offerta.

Al fine di affrontare tali pressanti esigenze, fu intrapreso un primigenio tentativo di normare la materia da parte del comitato direttivo degli agenti di cambio operanti presso la Borsa Valori di Milano che, adottando la strada della autoregolamentazione, elaborò un apposito codice comportamentale¹⁶³; si trattava tuttavia di una fonte normativa avente carattere non cogente, fondata sulla libera adesione delle parti coinvolte e, quindi, in quanto tale, manifestava rilevanti limiti in termini di efficacia.

Negli anni successivi (1971 – 1972) si susseguirono (infruttuosamente) una serie di proposte legislative volte all'introduzione di una disciplina appositamente dedicata alle offerte pubbliche di acquisto nell'ambito del quadro giuridico societario italiano, nonché volte alla introduzione di un primario sistema di sorveglianza e controllo sulle procedure di offerta medesima.

Nel 1974 si giunge ad una prima regolamentazione nazionale in materia con la legge n. 216, nota come “mini-riforma” del diritto societario. Tale normativa non soltanto concretizzò l'istituzione e la dettagliata enucleazione all'interno dell'ordinamento della Commissione Nazionale per la Società e la Borsa (CONSOB), investendola di precisi poteri di sovrintendenza sia nel contesto del mercato azionario sia per quanto concerne le società quotate, ma introdusse altresì la disciplina dello strumento delle Offerte Pubbliche di Acquisto, dettando così le prime norme di riferimento in tale ambito. Tuttavia, va evidenziato che questa regolamentazione, ancorché rappresenti un primo passo nel settore, si trova ancora in uno stato iniziale di sviluppo normativo, mettendo inevitabilmente in luce numerose lacune giuridiche di notevole rilevanza¹⁶⁴. Tra queste spicca in particolar modo, a titolo esemplificativo, l'assenza di una strutturata cornice normativa riguardo alle strategie difensive che possono essere adottate dalla società emittente.

¹⁶³ Sul tema si veda NICCOLINI, GIUSEPPE. *Offerta pubblica di acquisto*. Enciclopedia del Diritto, 1979.

¹⁶⁴ Cfr. CASTELLANO, GIUSEPPE. *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*. Giurisprudenza Commerciale, 1975, pp. 5 ss.; Cfr. ANNUNZIATA, in *op. cit.*

Dopo una serie di successivi interventi normativi¹⁶⁵, sebbene privi di particolare incisività, si giunse finalmente nel 1992, mediante l’emanazione della legge n. 149, all’introduzione in Italia di una regolamentazione organica della materia. Tale regolamentazione comprendeva infatti una sezione specificamente dedicata alle offerte pubbliche (di vendita, sottoscrizione, acquisto e scambio di titoli).

La formulazione normativa in questione si esplicava chiaramente nell’auspicio di preservare la corretta ed equa distribuzione del “premio di controllo”, come previsto dal legislatore. Le aspettative che giacevano dietro l’adozione della normativa erano ancorate alla prospettiva di promuovere una rivisitazione profonda del panorama finanziario nazionale, consapevoli dell’imperativo di superare il convincimento che solo un esiguo numero di individui potesse accrescere la propria ricchezza a spese delle masse¹⁶⁶.

Effettivamente, la configurazione “concentrata” delle partecipazioni aziendali all’interno delle società quotate italiane comportava che solo i detentori di una maggioranza di azioni potessero trarre vantaggio dall’incremento positivo tra il costo di acquisizione del controllo societario e i livelli di valorizzazione raggiunti dalle medesime azioni sul mercato azionario¹⁶⁷. Tale differenziale, noto appunto come premio di controllo, risultava così accessibile esclusivamente a questa categoria di azionisti predominanti; il panorama economico italiano rivelava così una tessitura “asimmetrica”, in cui le perdite si dispiegavano con ampiezza, mentre i profitti trovavano destinazione soltanto presso una ristretta élite di privilegiati¹⁶⁸. Da questa constatazione sorgeva l’opinione che l’incremento di valore legato al controllo maggioritario dovesse essere equamente ripartito nell’ambito dell’intero corpo sociale degli azionisti. Benché l’obbligo di offerta pubblica di acquisto non potesse risolvere tutti i problemi persistenti del mercato mobiliare italiano, con esso si intraprendeva dunque un tentativo di modernizzare e rinnovare il mercato stesso¹⁶⁹.

Il modello emergente dalla complessiva normativa risultante dalla l. 149/1992 risultava tuttavia enfatizzare al massimo livello gli effetti dell’offerta pubblica e della sottostante promozione della contendibilità del controllo societario. Dalla disamina

¹⁶⁵ Cfr. Legge 23 marzo 1983, n.77

¹⁶⁶ CAMPOBASSO, in *op. cit.* p.253 ss.

¹⁶⁷ *Ibid*

¹⁶⁸ TRISCORNIA, ALESSANDRO. *Riflessioni sull’OPA obbligatoria, ripercorrendone la ratio.* Banca Impresa Società, 1/2018, pp. 105 ss.

¹⁶⁹ *Ibid*

della disciplina emerge un modello palesemente intriso dei dettami del paradigma economico liberista. Tale modello, adottando l'approccio già tracciato dall'esperimento di autoregolamentazione e dalle successive proposte di legge, si proponeva di conferire massima propulsione allo strumento della OPA attraverso l'istituzione di un obbligo di passività praticamente incondizionato a carico dell'ente emittente, per l'intero periodo dell'offerta; un obbligo inamovibile delineato in termini eccessivamente ampi (e svantaggiosi), che coinvolgeva, peraltro, non solo l'organo amministrativo, ma anche l'assemblea dei soci¹⁷⁰.

L'adozione di una tale severità nei confronti dell'entità emittente si presentava come un elemento singolare all'interno del panorama europeo e, fu oggetto di numerose analisi critiche.

La disciplina normativa delle offerte pubbliche di acquisto raggiunge il suo "epilogo" formale-posizionale soltanto nel 1998, attraverso il d.lgs. n. 58, con cui il governo ottemperò alla delega fornitagli con il fine di riordinare le disposizioni in materia di intermediazione finanziaria e, con il quale provvide all'emanazione del Testo Unico Finanziario (TUF).

Attraverso tale provvedimento è stato attuato un solerte coordinamento delle disposizioni già vigenti e di nuova introduzione, nell'ambito dei mercati finanziari, con l'intento di plasmare una disciplina volta al perseguimento dei nobili scopi di efficienza, trasparenza e integrità. La delega conferita all'esecutivo concedeva il potere di coniare un Testo Unico avente rilevanza non meramente compilativa, ma anche normativa e innovativa; il legislatore delegato ha così colto con acume l'opportunità di operare un'ampia rimodulazione del regime giuridico che regola taluni istituti finanziari, fra i quali primeggia l'istituto dell'offerta pubblica di acquisto¹⁷¹.

La normativa in esame abbraccia altresì un vasto ambito di deregolamentazione, motivo per cui essa è accompagnata dal Regolamento CONSOB n. 11971 datato 14 maggio 1999, comunemente riconosciuto come "Regolamento Emittenti".

Il TUF attualmente costituisce il principale baluardo legislativo nell'ambito della disciplina concernente le offerte pubbliche di acquisto. La loro disciplina è collocata nella Parte IV del Testo unico ("Disciplina degli emittenti"), al Titolo II, denominato "Appello al pubblico risparmio", al Capo II, nel quale emerge, nella sua compiutezza,

¹⁷⁰ Art. 16 della legge 149/1992

¹⁷¹ Cfr. PICONE, LUCA. *Le offerte pubbliche di acquisto*. Giuffrè, 1999, p. 3 ss.

la cornice normativa che regola le offerte pubbliche di acquisto (e di scambio), applicabile a tutte le offerte pubbliche relative a ogni tipologia di prodotto finanziario.

Possiamo ora iniziare a compiere i primi parallelismi con la disciplina comunitaria.

I redattori del TUF manifestarono un riferimento sotteso alla proposta di Direttiva sulle OPA, che in quel periodo era percepita (erroneamente) come prossima all'approvazione.

Tale proposta rifletteva in maniera esauriente il paradigma di matrice britannica, il quale fu sottoposto a un'analisi scrupolosa da parte dei compilatori del TUF¹⁷². Il fondamento cardine del modello inglese si individuava sostanzialmente in una duplice articolazione della normativa inerente l'OPA: la regola della OPA obbligatoria e la regola relativa alle contromisure (successive) all'offerta a favore dell'emittente, le quali richiedevano l'approvazione assembleare prima di poter essere implementate dall'organo direttivo.

Il Testo unico del 1998 decise allora di adottare l'indirizzo che stava emergendo in sede comunitaria.

Da un lato, il TUF incorporò la previsione della OPA obbligatoria, animato dalla consapevolezza che essa rappresentasse un elemento di primaria rilevanza nell'assicurare la tutela delle componenti minoritarie; questo strumento, infatti, oltre a facilitare un'opzione di liquidazione in situazioni di trasferimento del controllo non gradito, consentì altresì una distribuzione equa del premio di controllo tra gli azionisti. Il TUF d'altro canto, spostando il tiro rispetto agli orientamenti normativi nazionali precedenti, restituì un ruolo centrale all'assemblea adottando anche la *passivity rule* attenuata del consiglio di amministrazione; questo ulteriore adattamento fu giudicato più adeguato ed efficiente, poiché attribuiva ai soci l'autorità finale nelle questioni riguardanti le misure difensive, in modo da prevenire qualsiasi possibile conflitto di interessi del *board* e, contestualmente, di limitare il potere delle minoranze di opporsi alle scalate.

La proposta di direttiva non conteneva però riferimenti alle difese preventive che, come abbiamo visto, erano altamente dibattute in sede comunitaria (1.4). Anche questa circostanza risultava consona al contesto britannico. Nel Regno Unito, infatti,

¹⁷² Banca d'Italia, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?* Quaderni di ricerca giuridica, n.86, 2018, p. 49 ss.

non si registra alcun divieto relativo alle misure difensive preventive, benché tale pratica sia comunque scoraggiata dall'ordinamento. In ambito italiano invece era comune l'impiego di misure difensive preventive, adottate sotto forma di azioni di risparmio (senza voto), gruppi piramidali e patti di sindacato¹⁷³. Nel processo di redazione del TUF, ci si trovò dinanzi alla sfida di regolamentare tali pratiche al fine di ridurre la probabilità che le minoranze avessero successo nel contrastare il ricambio dei dirigenti aziendali. Venne allora introdotta una regola all'art. 123 TUF, comunemente definita come "mini-breakthrough" dei patti sindacali, i quali possono essere revocati consensualmente dalle parti coinvolte nel momento in cui viene avviata un'OPA mirata al conseguimento del controllo sulla società oggetto dell'accordo medesimo¹⁷⁴.

In seguito all'adozione del TUF, all'esito di un prolungato processo di elaborazione, il legislatore comunitario riuscì nel 2004 ad emanare la Direttiva 2004/25/CE concernente le offerte pubbliche di acquisto, effettuando tuttavia, come è stato precedentemente esposto, scelte di compromesso carenti in termini di incisività, lasciando in ultima analisi agli ordinamenti nazionali la facoltà di scegliere autonomamente le soluzioni da abbracciare. L'intero quadro normativo è infatti soggetto a un meccanismo di deroga legislativa¹⁷⁵ (*opt-out*), attenuato in parte da un meccanismo di adesione volontaria di natura statutaria¹⁷⁶ (*opt-in*). Il quadro che ne emerge rivela, dunque, un panorama eterogeneo: ciascuna giurisdizione comunitaria conserva il potere decisionale di recepire o meno le direttive "raccomandate", o anche di abbracciare unicamente una parte di esse; si concede altresì al legislatore domestico l'opzione di rifugiarsi nel principio di reciprocità.

Nel 2007, dopo circa tre anni di studio, l'Italia ha proceduto con l'attuazione della Direttiva comunitaria, dimostrando il proprio impegno nell'adeguamento normativo europeo. Il d.lgs. n. 229 emanato in data 19 novembre 2007, ha recepito la menzionata Direttiva 2004/25/CE, apportando modifiche ed integrazioni al TUF. Le disposizioni di cui sopra sono state soggette a successivi interventi normativi inclusi nel decreto-legge del 29 novembre 2008, n. 185, il quale è stato convertito in legge il 28 gennaio 2009, n. 2 ("Decreto anti-crisi"), nel Decreto-legge del 10 febbraio 2009,

¹⁷³ *Ibid*

¹⁷⁴ *Ibid*

¹⁷⁵ Cfr. articolo 9, paragrafi 2 e 3; Cfr. articolo 11 Direttiva 2004/25/CE

¹⁷⁶ Cfr. articolo 12, paragrafo 2 Direttiva 2004/25/CE

n. 5, il quale è stato convertito in legge il 9 aprile 2009, n. 33 ("Decreto incentivi"), e anche nel d.lgs. del 25 settembre 2009, n. 1469 ("Decreto correttivo").

In occasione dell'adozione della Direttiva OPA all'interno del nostro ordinamento nazionale, il d.lgs. n. 229/2007 ha ratificato in via generale i principi cardine già presenti nella precedente cornice regolamentare in materia di offerte pubbliche di acquisto, come delineata nel Testo Unico della Finanza, la quale, come abbiamo visto, si era già sostanzialmente allineata ai principi ispiratori della direttiva comunitaria: continuano ad essere parte integrante della trama normativa nazionale, dunque, i dettami che promuovono l'assoluta equità e uniformità nel trattamento, i criteri minimi di *business standard*, le regole di passività e neutralizzazione, nonché il principio cardine di trasparenza informativa¹⁷⁷.

Tuttavia, diverse sono le novità di rilievo introdotte per effetto del recepimento della Direttiva europea.

Una delle novità più rilevanti riguarda l'articolo 101-ter del TUF, che è stato modificato mediante l'introduzione di una previsione cruciale che identifica l'ambito di applicazione del diritto italiano e l'area di competenza della Consob.

Primariamente è stato ribadito che "La Consob vigila sulle offerte pubbliche di acquisto o di scambio in conformità alle disposizioni del presente capo"; il legislatore ha colto così l'opportunità di recepire la Direttiva al fine di rafforzare e consolidare il ruolo di tale Autorità e i suoi relativi poteri in materia.

In relazione alla questione del diritto applicabile, antecedentemente all'entrata in vigore della Direttiva OPA, l'ordinamento giuridico italiano non conteneva alcuna previsione esplicita volta a determinare un criterio di coordinamento con altre giurisdizioni eventualmente coinvolte in un'offerta pubblica di acquisto *cross-border*. Nonostante l'omissione di un enunciato formale, l'ambito di applicazione del diritto italiano poteva comunque essere delineato mediante una disamina intrinseca della finalità sottesa alla normativa concernente le offerte pubbliche di acquisto¹⁷⁸. Tale finalità si identificava nell'assicurare l'integrità e l'efficienza del mercato, nonché nel preservare l'interesse collettivo dei destinatari delle suddette offerte. Da questa

¹⁷⁷ RAZZANTE, RANIERI. *La Direttiva OPA e la sua attuazione*, in FAUCEGLIA, GIUSEPPE (a cura di). *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*. Torino, Giappichelli, Torino, 2010 p.297 ss.

¹⁷⁸ Cfr. MUCCIARELLI, FEDERICO MARIA. *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*. Banca borsa e titoli di credito, 2009, p. 382 ss.; BENEDETTELLI, MASSIMO. "Corporate governance", *mercati finanziari e diritto internazionale privato*. Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 1998, p. 713 ss.

prospettiva l'ambito di applicazione poteva così essere circoscritto alle offerte "localizzate" sul territorio italiano, e quindi indirizzate a soggetti residenti o domiciliati in Italia. Tale interpretazione espansiva abbracciava dunque non solo le situazioni in cui erano coinvolti titoli negoziati sul suolo italiano, ma anche quelle aventi luogo all'esterno delle frontiere nazionali¹⁷⁹. Questa medesima logica trovava eco anche nell'esercizio della Consob, che con rigore sottoponeva all'ambito giurisdizionale italiano le offerte pubbliche di acquisto volte a coinvolgere un numero superiore di cento individui aventi residenza o domicilio nell'arco territoriale italiano; tale disposizione trovava applicazione nonostante l'eventualità che l'ente emittente non fosse di matrice italiana o che la sua presenza non fosse registrata all'interno di un contesto di mercato regolamentato appartenente all'Italia¹⁸⁰.

Come precedentemente constatato, la Direttiva OPA introduce, al contrario, precisi canoni normativi e principi al fine di stabilire con chiarezza la distribuzione delle competenze tra le giurisdizioni comunitarie e le rispettive autorità di vigilanza (1.3). Il provvedimento attuativo della Direttiva OPA ha tramutato tali principi in norme di legge a livello nazionale delineando in modo esclusivo il perimetro di applicazione del diritto italiano, e riflettendo, dal punto di vista della giurisdizione italiana, il contenuto dell'articolo 4 della suddetta Direttiva.

L'art.101-ter del TUF¹⁸¹ enuncia che la Consob detiene la competenza di sovrintendere alle offerte che hanno ad oggetto titoli compresi nelle seguenti categorie: (a) emessi da società aventi sede legale in Italia e quotati presso un mercato regolamentato italiano; (b) emessi da società aventi sede legale in uno Stato membro dell'Unione Europea diverso dall'Italia, ma quotati esclusivamente presso un mercato regolamentato italiano; (c) emessi da società aventi sede legale in uno Stato membro dell'Unione Europea diverso dall'Italia e quotati sia presso un mercato regolamentato italiano, sia presso mercati regolamentati di altri Stati comunitari, estranei al paese della sede legale, purché siano stati ammessi alla negoziazione prima sul mercato italiano, oppure, se l'ammissione è avvenuta contemporaneamente sui diversi mercati,

¹⁷⁹ *Ibid*

¹⁸⁰ Un chiaro esempio a sostegno di questa metodologia di applicazione del diritto italiano può essere identificato nel caso giuridico "MAN/Scania"; Sul tema si veda MUCCIARELLI, in *op. cit.* p. 365

¹⁸¹ Che non a caso reca la stessa intitolazione dell'art. 4 della Direttiva 2004/25/CE: "Autorità di vigilanza e diritto applicabile"

se la società emittente ha manifestato esplicitamente la volontà di applicare il diritto italiano (comma 3).

In merito all'applicazione del sistema giuridico italiano, si rende opportuno operare una analisi articolata a seconda delle differenti ipotesi e aree tematiche previste dallo stesso art.101-ter. In tutte le circostanze in cui alla Consob è conferita la competenza per l'esercizio dell'attività di vigilanza, vengono regolate attraverso il *corpus* giuridico italiano le questioni di natura "procedurale", quali l'ammontare dell'offerta, il *modus operandi* della medesima, gli obblighi informativi, il contenuto del documento di offerta e la divulgazione dell'offerta stessa (comma 4). D'altro canto, le disposizioni normative italiane attinenti all'informazione destinata ai dipendenti, alle questioni di diritto societario, alla determinazione della soglia idonea per l'obbligo di offerta pubblica di acquisto, unitamente alle eventuali deroghe da quest'ultima, vengono applicate qualora la società *target* abbia il proprio domicilio legale in territorio italiano, anche qualora i suoi titoli trovino negoziazione in altre giurisdizioni statali dell'Unione Europea (comma 4).

In relazione al procedimento di offerta è stato introdotto un divario temporale tra la divulgazione al pubblico e la promozione dell'offerta, da realizzare attraverso la presentazione del documento destinato all'imminente pubblicazione all'autorità regolatrice competente. In aggiunta, è stata introdotta la disposizione di un termine decadenziale. Tale termine, che è fissato in venti giorni¹⁸² a partire dalla divulgazione di cui all'articolo 102, comma 1 del TUF, determina l'obbligo di depositare il documento d'offerta presso la CONSOB. L'omissione di tale atto comporta l'inefficacia del documento e la sua impossibilità di essere riproposto come offerta (se avente ad oggetto i prodotti finanziari del medesimo emittente) per un periodo di dodici mesi (art.102).

Si sottolinea, inoltre, l'introduzione della regola imperativa della "irrevocabilità" dell'offerta, come enunciata nell'articolo 103 del Testo Unico della Finanza. La sua introduzione si configura come un deterrente contro tattiche speculative prive di etica, proprie dell'ambiente in esame, e si allinea al cardine fondamentale stabilito dall'articolo 3, paragrafo 1, lettera e) della Direttiva OPA, volto a garantire che la

¹⁸² Ai sensi dell'art. 102, comma 3 del TUF il termine è di trenta giorni per le offerte aventi ad oggetto o corrispettivo prodotti finanziari non quotati o diffusi tra il pubblico ai sensi dell'articolo 116; inoltre qualora si renda necessario richiedere all'offerente informazioni supplementari, tali termini possono essere sospesi, ma solo per una volta, fino alla ricezione delle informazioni stesse.

concretizzazione delle offerte sia realizzata unicamente nel caso in cui il soggetto proponente abbia accuratamente verificato la sua capacità di adempiere in modo completo a tutti gli obblighi connessi all'offerta medesima.

Ulteriori e sostanziali modifiche si riscontrano nell'ambito della normativa relativa alle offerte obbligatorie. Le soglie di rilevanza, rimaste invariate al 30% della quota di titoli con diritto di voto¹⁸³, mantengono la loro centralità come punto di riferimento per l'attivazione obbligatoria di un'offerta pubblica (art.106); emerge, tuttavia, un'espansione dell'accezione di "partecipazione" definita nell'articolo 105, comma 2, del TUF, che ora include anche gli strumenti finanziari derivati.

È stato introdotto un nuovo metodo per la determinazione del prezzo minimo nell'ambito di un'OPA obbligatoria, che svincola il processo valutativo dalla considerazione delle fluttuazioni di mercato che riguardano il titolo oggetto dell'offerta. Tale criterio richiede ora che il prezzo minimo sia fissato almeno al valore "più elevato pagato dall'offerente e da persone che agiscono di concerto con il medesimo, nei dodici mesi anteriori alla comunicazione di cui all'art. 102, comma 1, per acquisti di titoli della medesima categoria". Permangono immutate le disposizioni che sanciscono un prezzo non inferiore alla media ponderata dei valori registrati nell'arco dei dodici mesi precedenti o nel periodo più breve eventualmente disponibile, nella circostanza in cui non si siano registrati acquisti a titolo oneroso di titoli della medesima categoria nel suddetto intervallo temporale; questo principio conserva la sua validità anche nelle situazioni in cui non si siano verificati acquisti a valori superiori, nei casi di superamento della soglia dei diritti di voto a seguito dell'incremento di voto contemplato dall'articolo 127-quinquies¹⁸⁴. La Consob mantiene invariata la facoltà di stabilire un prezzo superiore qualora ciò risulti indispensabile per salvaguardare gli investitori, nel caso in cui si sospetti un accordo illecito tra chi presenta l'offerta e i soci dell'Emittente.

Ancora nell'ambito disciplinare delle offerte obbligatorie, si procede ad un inasprimento delle implicazioni correlate al mancato adempimento dell'obbligo di promozione dell'OPA, introducendo, in alternativa alla cessione dei titoli eccedenti la

¹⁸³ Ai sensi dell'art. 106 del TUF "Nelle società diverse dalle PMI l'offerta di cui al comma 1 è promossa anche da chiunque, a seguito di acquisti, venga a detenere una partecipazione superiore alla soglia del 25% in assenza di altro socio che detenga una partecipazione più elevata"; ai sensi del successivo comma inoltre "Gli statuti delle PMI possono prevedere una soglia diversa" che dovrà comunque essere compresa tra il 25% e il 40%

¹⁸⁴ PICCO, PONZIANI, TROVATORE, VENTORUZZO, LENER, in *op. cit.* p. 15 ss.

soglia percentuale delineata nell'articolo 106 del TUF, la facoltà conferita alla Consob di imporre comunque l'esecuzione dell'offerta al prezzo stabilito dall'Autorità stessa.

Parimenti di rilevanza sono i diritti di *sell-out* riconosciuti in favore degli azionisti di minoranza, i quali possono così disimpegnarsi, anche a offerta ultimata, da un contesto societario che ha subito un radicale mutamento nel suo assetto di controllo¹⁸⁵. Questa facoltà, disciplinata all'art. 108 TUF denominato "Obbligo di acquisto" (riferito, ovviamente al collaterale obbligo vigente in capo all'emittente), prevede che "L'offerente che venga a detenere, a seguito di un'offerta pubblica totalitaria, una partecipazione almeno pari al 95% del capitale rappresentato da titoli in una società italiana quotata ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli da chi ne faccia richiesta". Il paragrafo 2 del medesimo articolo estende inoltre l'esercizio di tale obbligo ad una ulteriore ipotesi: "Salvo quanto previsto al comma 1, chiunque venga a detenere una partecipazione superiore al 90% del capitale rappresentato da titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato, ha l'obbligo di acquistare i restanti titoli ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato da chi ne faccia richiesta se non ripristina entro novanta giorni un flottante sufficiente ad assicurare il regolare andamento delle negoziazioni."

Parallelamente si evidenzia la previsione inerente al diritto di acquisto o *squeeze-out* a vantaggio dell'offerente. In conformità all'art. 111 TUF intitolato "Diritto di acquisto", è infatti concesso il privilegio all'Offerente di esercitare la facoltà di acquistare i titoli residui entro un periodo temporale di tre mesi successivi alla scadenza del termine assegnato per l'accettazione dell'offerta; tale prerogativa è strettamente condizionata *in primis* all'inclusione da parte dell'Offerente della espressa intenzione di avvalersi di tale diritto all'interno del documento di offerta stessa e, in secondo luogo, è necessario il verificarsi dell'imprescindibile requisito consistente nel conseguimento da parte dell'offerente del possesso di una partecipazione pari o superiore al 95% del capitale sociale rappresentato dai titoli in seguito alla conclusione di un'offerta pubblica di acquisto totalitaria precedentemente effettuata.

Tra le principali azioni normative di rilievo, occorre menzionare altresì i provvedimenti intrapresi al fine di mitigare gli impatti insiti nella menzionata problematica della *pressure to tender*. Tali interventi sono stati inseriti nel più ampio

¹⁸⁵ *Ibid*

contesto di ridefinizione e specificazione delle disposizioni regolamentari concernenti il contenuto del documento di offerta e le comunicazioni dovute ai sensi degli articoli 102 e 103 del TUF; dell'inclusione dei prodotti finanziari derivati nel computo della soglia per l'obbligatorietà dell'OPA; delle deroghe applicabili in occasione di operazioni di fusione, scissione; degli interventi volti ad ampliare il quadro di trasparenza¹⁸⁶.

Merita infine apposita menzione uno degli aspetti di maggior rilievo relativo al recepimento della normativa comunitaria, rispetto anche alle modiche legislative intervenute successivamente alla stessa, ossia il tema delle misure difensive. La presente materia ha avuto un considerevole impatto sul nostro mercato nazionale dei capitali, rappresentando uno dei punti nevralgici in cui si è cercato di conciliare i molteplici interessi in conflitto¹⁸⁷.

In quest'ambito si è manifestato un mutamento di approccio da parte del legislatore nazionale. Nella fase di recepimento della Direttiva OPA, inizialmente il legislatore ha abbracciato un approccio virtuoso riguardo alla regolamentazione delle norme di passività e neutralizzazione: è stato escluso qualsiasi meccanismo di deroga. Le disposizioni relative alla passività e neutralizzazione (affiancate alla menzionata *mini-breakthrough* relativa ai patti parasociali) trovano applicazione in maniera assoluta. Addirittura, la passività emerge come rafforzata, giacché il legislatore ha colto l'opportunità per precisare che l'approvazione assembleare risulta necessaria anche per le misure già precedentemente deliberate, ma non ancora attuate in totalità o in parte al momento dell'OPA¹⁸⁸.

Nel 2008 tuttavia, in concomitanza con la sconvolgente crisi dei mercati finanziari, emerge una completa inversione di rotta. Mediante l'emanazione del Decreto-legge n. 185/2008, il legislatore italiano, conformemente alle tendenze espresse dalla maggioranza dei parlamenti europei, abbraccia l'opzione di rendere facoltativo sia il principio della passività che quello della neutralizzazione. Queste clausole, dunque, si configurano come disposizioni di carattere opzionale, da impiegare solamente in caso di previsione esplicita nel tessuto statutario. In quel

¹⁸⁶ Cfr. artt. 38, 39, 47-bis e 47-sexies del Regolamento Emittenti

¹⁸⁷ Cfr. LIBONATI, BERARDINO. *Corso di diritto commerciale*. Giuffrè, 2009, p.34 ss.

¹⁸⁸ Cfr. Consob. *Quadro normativo in materia di OPA*, in Allegato 3, Recepimento della Direttiva 2004/25/CE del Parlamento europeo e del consiglio e revisione della regolamentazione in materia di offerte pubbliche di acquisto e scambio, Consultazione emittenti del 6 ottobre 2010

frangente storico, tale scelta è stata verosimilmente motivata dall'apprensione che la fase di recessione dei mercati potesse incitare l'insorgenza di offerte pubbliche di acquisizione di natura ostile, sia da parte di attori nazionali sia, soprattutto, da contendenti stranieri, sollevando il rischio concreto di tentativi di commutazione del blocco di controllo delle imprese quotate italiane¹⁸⁹.

La configurazione così delineata subisce ulteriori mutamenti con l'emanazione del decreto legislativo n. 146/2009: il legislatore enuncia che la *passivity rule* si estende a tutte le società, sebbene con la facoltà di esclusione tramite una deliberata scelta statutaria; inversamente, il principio di neutralizzazione trova applicazione solamente in presenza di una specifica previsione statutaria.

La comprensione delle ragioni sottese a tali variazioni è complessa¹⁹⁰. La prima modifica abbracciava con coerenza l'architettura originaria del TUF, seppur con una configurazione più radicale; la sua adozione poteva essere plausibilmente giustificata dalla considerazione che il gravame economico connesso alla normativa di neutralizzazione risultasse comunque ridotto in un sistema ove numerose imprese siano soggette ad un severo sistema di vigilanza e controllo. La seconda variante incarnava un eccesso inclinato nella direzione opposta, mosso dalla concomitante emergenza della crisi finanziaria e dalla volontà di tutelare le poche imprese di maggior rilievo da manovre ostili di acquisizione. La terza e ultima scelta rappresenta, di fatto, un compromesso tra le due precedenti. L'essenza originale del TUF risulta in conclusione affievolita, poiché la norma di passività può essere disattesa (come di fatto intrapreso da varie imprese), mentre l'eventualità di una sottoposizione alla norma di neutralizzazione risulta difficilmente realizzabile¹⁹¹.

2.1.2. Attuazione Direttiva (UE) 2017/1132 nel sistema giuridico italiano

All'interno dell'ordinamento giuridico italiano, la tematica inerente alla fusione transfrontaliera è disciplinata innanzitutto dalla legge n. 218 del 31 maggio 1995, la quale, all'art. 25 stabilisce che “[...] le fusioni di enti con sede in Stati diversi hanno efficacia soltanto se posti in essere conformemente alle leggi di detti Stati interessati”.

¹⁸⁹ PICCO, PONZIANI, TROVATORE, VENTORUZZO, LENER, in *op. cit.* p. 6 ss.

¹⁹⁰ Banca d'Italia, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?* Quaderni di ricerca giuridica, n. 86, 2018, p. 51 ss.

¹⁹¹ *Ibid*

La disposizione, pertanto, sottintende l'accettazione implicita, in linea di principio, della legalità e della fattibilità delle fusioni transfrontaliere all'interno del nostro sistema giuridico. Questa disposizione accoglie il c.d. criterio distributivo, il quale prescrive che il procedimento di fusione transfrontaliera sia normato, per ciascuna delle società partecipanti alla procedura di fusione, dalla *lex loci* dello Stato cui detta società "appartiene", purché si tratti di attività "individuali", che non implicano cioè una necessaria interazione tra le società stesse; invece, quando vengono in rilievo attività "congiunte" che implicano una necessaria interazione tra le società coinvolte nell'operazione di fusione, si rende imprescindibile l'osservanza dei precetti emanati da tutti gli ordinamenti giuridici ai quali le succitate società partecipanti all'operazione di fusione sono giuridicamente vincolate (c.d. criterio cumulativo)¹⁹².

A questa disciplina di carattere generale si è affiancata per lungo tempo la normativa contenuta nel decreto legislativo 30 maggio 2008, n.108, contenente, in attuazione della Direttiva 2005/56/CE (la già menzionata Decima Direttiva), una strutturata regolamentazione dell'operazione di fusione transfrontaliera tra società di capitali¹⁹³.

Come abbiamo visto però (1.2.1), il tessuto normativo comunitario si è notevolmente evoluto nel corso dell'ultimo ventennio, dapprima mediante l'introduzione della Direttiva 2017/1132 che ha provveduto all'abrogazione della disciplina previgente; ulteriormente, si è verificata una ridefinizione sostanziale della stessa Direttiva 2017/1132 grazie all'impronta rilevante impressa dalla Direttiva 2019/2121, con la contestuale previsione da parte del legislatore comunitario, dell'obbligo, a carico degli Stati membri, di recepimento di tale ultima direttiva entro il termine del 31 gennaio 2023.

In ottemperanza alle disposizioni comunitarie, il legislatore italiano ha così promulgato, in data 23 marzo 2023, il decreto legislativo n. 19. Tale decreto si prefigge l'obiettivo di attuare le prescrizioni sancite dalla Direttiva 2019/2121, riguardanti specificamente il contesto delle operazioni straordinarie di trasformazione, fusione e scissione transfrontaliere, con il fine di consolidare un quadro normativo precedentemente contraddistinto da notevole eterogeneità e incertezza¹⁹⁴.

¹⁹² Cfr. BENEDETTELLI, in *op.cit.*, p. 570 ss.

¹⁹³ BUSANI, ANGELO. *La fusione transfrontaliera e internazionale*. Rivista Le Società, ESSPER, n. 6/2012, p. 661 ss.

¹⁹⁴ BUSANI, in *op. cit.* p. 407 ss.

Focalizzandoci sull'operazione di fusione transfrontaliera, il decreto legislativo n. 19/2023 introduce una radicale rivisitazione dell'intero procedimento, abrogando la precedente legislazione nazionale delineata dal d.lgs. 108/2008, e instaurando un nuovo e accurato regime disciplinare. Il decreto apporta altresì modifiche alla legge 16 febbraio 1913, n. 89, concernente il ruolo e i profili di responsabilità del Notaio, che riveste ora una posizione preminente quale guardiano principale della corretta attuazione delle complesse operazioni *cross-border*.

L'intervento legislativo italiano si pone, pertanto, in continuità con l'approccio comunitario, ulteriormente accresciuto attraverso le recenti riforme, che mira a promuovere la libertà di stabilimento al fine di conferire alle imprese opportunità di espansione economica, competizione e produttività, non congedandosi però dall'obbligo di garantire livelli di salvaguardia di prim'ordine per gli attori coinvolti nelle dinamiche operative¹⁹⁵.

L'analisi che segue si propone di esaminare l'odierno assetto normativo italiano in materia di fusione transfrontaliera, come previsto dal nuovo decreto legislativo n.19/2023, applicabile alle operazioni di fusione transfrontaliera per le quali, alla data del 3 luglio 2023, nessuna delle società partecipanti all'operazione di fusione abbia ancora provveduto alla pubblicazione del progetto comune di fusione transfrontaliera¹⁹⁶.

Per esigenze di chiarezza espositiva, giova innanzitutto delineare l'ambito di applicazione della nuova disciplina. In conformità alle prescrizioni enunciate negli articoli 1 e 2 del decreto legislativo n. 19/2023, la recente normativa in materia di fusione transfrontaliera trova applicazione nei seguenti casi¹⁹⁷: a) operazioni di fusione in cui sono coinvolte società di capitali soggette alla giurisdizione della legge italiana e società di capitali che hanno stabilito la loro sede legale, amministrazione centrale o principale centro di attività in un diverso Stato dell'Unione Europea (c.d. fusioni transfrontaliere obbligatoriamente armonizzate); b) operazioni di fusione che coinvolgono società soggette alla giurisdizione dalla legge vigente in uno Stato

¹⁹⁵ *Ibid*

¹⁹⁶ Con il termine "pubblicazione" si dovrebbe intendere il deposito presso il Registro delle imprese; Cfr. BUSANI, in *op. cit.* p. 407 ss.

¹⁹⁷ La normativa in esame è rivolta anche alle operazioni di fusione internazionale, per tale intendendosi, ai sensi dell'art. 1, comma 1, lett. g), la fusione "alla quale partecipano o dalla quale risultano una o più società regolate dalla legge italiana e almeno una società regolata dalla legge di uno Stato non appartenente all'Unione Europea"

membro dell'Unione Europea, differenti dalle società di capitali o, società di capitali che non abbiano la sede legale oppure l'amministrazione centrale o il centro di attività principale nel territorio comunitario, a condizione che il regime normativo relativo alle fusioni transfrontaliere, delineato con il d.lgs. n. 19/2023, sia esplicitamente riconosciuto come applicabile a queste operazioni dalla legislazione regolatrice di tutte le società partecipanti all'operazione aventi la sede legale oppure l'amministrazione centrale o il centro di attività principale in un altro Stato membro dell'Unione Europea (c.d. fusioni transfrontaliere volontariamente armonizzate); c) operazioni di fusione che coinvolgono società di capitali soggette alla giurisdizione della legge italiana o, società diverse dalle società di capitali o, società di capitali che hanno la sede legale oppure l'amministrazione centrale o il centro di attività principale in un altro Stato membro dell'Unione Europea o in altro Stato non appartenente all'Unione Europea, differenti da quelle di cui ai punti precedenti (e diverse anche dalla fusione "internazionale"); in ossequio a quanto previsto dall'art. 120 della Direttiva 2017/1132 tale disciplina inoltre non trova applicazione nei confronti delle società di capitali in stato di liquidazione che hanno iniziato la distribuzione dell'attivo, nonché nei confronti delle società cooperative a mutualità prevalente (articolo 3, d.lgs. n. 19/2023).

Per quanto attiene alla normativa applicabile, in linea di massima, dal punto di vista delle società italiane coinvolte nell'operazione, come sancito dall'art. 18 d.lgs. n. 19/2023, il relativo procedimento è regolato dalle prescrizioni contenute nel codice civile italiano, opportunamente arricchite e modificate attraverso il predetto decreto¹⁹⁸.

Da una disamina dell'art. 2501-bis c.c. e dell'art. 17, comma 1, lett. a) del d.lgs. 19/2023 emerge innanzitutto che gli effetti disciplinati dal legislatore italiano per quanto attiene alle fusioni di ambito nazionale concordano in maniera integrale con quelle delineate per le fusioni transfrontaliere: la società incorporante o la *newco* subentra nei diritti e negli oneri delle società partecipanti al procedimento di fusione, perpetuando tutti i loro rapporti preesistenti alla procedura aggregativa¹⁹⁹.

All'interno del d.lgs. 19/2023, al comma 2 dell'art.18, è reintrodotta la disposizione preesistente che conferisce primazia alla *lex* applicabile alla società

¹⁹⁸ Cfr. PAOLO PARISI, PAOLA MAZZA. *Trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere: la nuova disciplina*. Rivista Pratica Fiscale e Professionale, IPSOA, n. 18/2023, p. 25 ss.

¹⁹⁹ BUSANI, in *op. cit.* p. 407 ss.

incorporante, in caso di frizione relativa alle operazioni da compiere successivamente all'emissione del certificato preliminare tra la succitata *lex* e la disciplina applicabile alla società incorporata. Da una lettura negativa di tale disposizione, trova conferma il criterio distributivo prima analizzato che determina la sola applicabilità della legge italiana, relativamente alle procedure da condurre e ai documenti da redigere, nei confronti della società italiana, fino al momento dell'emanazione del certificato preliminare²⁰⁰.

Provvediamo ora all'analisi dei tratti essenziali del procedimento di fusione transfrontaliera delineato dal legislatore italiano.

Il documento primario e centrale dell'operazione resta il progetto comune di fusione transfrontaliera. Esso dovrà contenere le informazioni e i dati enunciati congiuntamente all'art. 2501-ter, comma 1, c.c. e all'art. 19 del d.lgs. 19/2023. Esaminando con attenzione le divergenze più evidenti rispetto alle disposizioni precedentemente sancite dall'ormai abrogato decreto legislativo 108/2008, emergono rilevanti modifiche nel disposto dell'odierno articolo 19 del d.lgs. 19/2023, il quale introduce innovazioni significative nel contenuto del documento attinente al progetto comune di fusione, tra cui: i dettagli concernenti l'ammontare pecuniario proposto ai soci nel caso di recesso²⁰¹ congiuntamente all'indicazione del domicilio digitale presso cui la società riceve le notifiche di recesso; la specificazione delle eventuali garanzie o impegni proposti ai creditori; l'indicazione di una tabella temporale orientativa per lo svolgimento dell'operazione. Inoltre, ai sensi del comma 2 dello stesso art. 19, "Quando dalla fusione risulta una società regolata dalla legge di un altro Stato, il progetto deve altresì indicare se la società italiana ha ricevuto, nei cinque anni anteriori alla pubblicazione del progetto, benefici pubblici o benefici pubblici localizzati precisandone, in caso positivo, l'entità e i soggetti che li hanno erogati. Sono inoltre indicati i procedimenti di revoca o decadenza dei benefici avviati, o i provvedimenti di revoca o decadenza adottati entro la data di cui al primo periodo e le somme da restituire, comprendenti le garanzie escusse e le sanzioni".

²⁰⁰ BUSANI, ANGELO. *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere e internazionali*. Wolters Kluwer, 2023, p. 2 ss

²⁰¹ Sulla base di quanto disposto dall'art. 25, comma 5 del d.lgs. 19/2023, "Il valore di liquidazione è determinato dagli amministratori, sentito il parere dell'organo di controllo o del soggetto incaricato della revisione, se presente, tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni o quote. Si osservano le disposizioni di cui all'articolo 2437-ter, terzo e quarto comma, del codice civile".

L'articolo 24, comma 5, del d.lgs. 19/2023, conferisce la facoltà di introdurre modifiche al progetto comune di fusione transfrontaliera, a condizione che siano convalidate all'unanimità da tutte le società partecipanti all'operazione, e purché tali modifiche non ledano i diritti dei soci o delle terze parti coinvolte.

Significative modifiche si riflettono altresì nei confronti degli oneri attribuiti all'organo amministrativo. In ossequio alla normativa comunitaria, infatti, l'art. 21 del d.lgs. 19/2023 obbliga il *board* a elaborare una relazione, diretta a soci e lavoratori, nella quale dovranno essere illustrati in maniera esauriente ed esaustiva gli aspetti giuridici ed economici sottostanti alla fusione transfrontaliera, nonché le conseguenti implicazioni per il futuro corso operativo della società e per i suoi lavoratori. Fermo restando il contenuto della relazione (che potrà essere unico o separato, rivolto rispettivamente a lavoratori e soci) disciplinato dall'art. 21 d.lgs. 19/2023, che ricalca sostanzialmente le medesime previsioni informative previste dall'art. 124 della Direttiva 2017/1132, è importante evidenziare la disposizione introdotta dal legislatore italiano secondo cui, al pari del contenuto delineato in ordine al progetto comune di fusione, se la società risultante dalla fusione non è soggetta alla legge italiana, la relazione degli amministratori deve menzionare²⁰²: se la società italiana ha ricevuto, nei cinque anni anteriori alla pubblicazione del progetto, benefici pubblici o benefici pubblici localizzati precisandone, in caso positivo, l'entità e i soggetti che li hanno erogati; i procedimenti di revoca dei benefici o di decadenza dai benefici avviati, o i provvedimenti di revoca o decadenza adottati entro il quinquennio predetto e le somme da restituire, comprendenti le garanzie escusse e le sanzioni.

La normativa è concepita con l'intento di neutralizzare l'eventuale pericolo di sfruttamenti indebiti che potrebbero insorgere nelle operazioni transfrontaliere, nei casi in cui l'entità risultante dall'operazione si trovi sotto la giurisdizione di un altro Stato e qualora una delle società italiane partecipanti all'operazione presenti obbligazioni insolute nei confronti dell'erario o di altre entità pubbliche, incluso enti statali o società di natura pubblica. L'operazione transfrontaliera darebbe luogo, infatti, alla potenziale insorgenza del rischio che la società italiana, abbandonando la sua presenza nell'ambito territoriale nazionale, trasferisca il proprio patrimonio e il

²⁰² Il testo dell'articolo 21, comma 4, d.lgs. 19/2023 recita espressamente "Quando dalla fusione risulta una società regolata dalla legge di altro Stato, la relazione dell'organo amministrativo destinata ai soci e ai dipendenti illustra le informazioni indicate nel progetto ai sensi dell'articolo 19, comma 2

proprio valore produttivo all'estero, senza previa estinzione degli oneri debitori pendenti nei confronti delle entità di natura pubblica. In questa prospettiva, con l'obiettivo di scongiurare questo possibile esito dell'operazione, la sussistenza di tali peculiari passività si erge a fattore di ostacolo all'emissione del certificato preliminare - tematica che sarà approfondita nel prosieguo - e, di conseguenza, costituisce un elemento impeditivo per la conclusione stessa dell'operazione, a meno che la società italiana non provveda all'adempimento di tali oneri o all'adozione di adeguate garanzie²⁰³.

Proseguendo nell'esame della cornice procedurale, il dettato normativo dell'articolo 22, d.lgs. n. 19/2023 impone l'obbligo di provvedere all'elaborazione di una relazione concernente la congruità del rapporto di cambio, la quale dovrà essere redatta da un revisore legale o da una società di revisione, senza riguardo alla circostanza che la società italiana si configuri come soggetto incorporante o incorporato²⁰⁴. Le società partecipanti all'operazione possono sollecitare la designazione di un esperto congiunto; tale nomina rientra nell'ambito delle attribuzioni dell'Autorità competente conformemente alla normativa applicabile a qualsiasi delle società partecipanti all'operazione medesima. Il contenuto della relazione dell'esperto, previsto dall'art. 22 del d.lgs. 19/2023 ricalca anche in questo caso sostanzialmente quello previsto dalla normativa comunitaria (art. 125 Dir. 2017/1132). Tale disciplina va tuttavia integrata con le disposizioni codicistiche, pertanto, qualora la società italiana incorporante decida di incrementare il proprio capitale sociale mediante l'incorporazione di una società che non adotta regolamentazioni analoghe o equivalenti alla normativa italiana in materia di formazione e valutazione del capitale sociale, il perito sarà tenuto a predisporre una valutazione aggiuntiva ai sensi dell'art. 2343 c.c. (o dell'art. 2465 c.c.)²⁰⁵.

Per ciò che attiene agli adempimenti pubblicitari occorre preliminarmente notare che, in confronto alla normativa preesistente, il d.lgs. n. 19/2023 non prescrive più la

²⁰³ Cfr. BUSANI, ANGELO. *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere e internazionali*. Wolters Kluwer, 2023, p. 18 ss.

²⁰⁴ Ai sensi dell'articolo 22 del d.lgs. 19/2023 "Se la società risultante dalla fusione transfrontaliera è una società per azioni o in accomandita per azioni, o una società di altro Stato membro di tipo equivalente, l'esperto o gli esperti sono designati dal tribunale del luogo in cui ha sede la società italiana partecipante alla fusione transfrontaliera"; inoltre, ai sensi del comma 1 "Se la società italiana partecipante alla fusione transfrontaliera è ammessa alla negoziazione in mercati regolamentati, l'esperto è scelto fra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione nazionale per le società e la borsa"

²⁰⁵ BUSANI, in *op. cit.* p. 413 ss.

pubblicazione in Gazzetta Ufficiale di un estratto del progetto comune di fusione transfrontaliera.

L'articolo 20 del d.lgs. 19/2023 prevede ora che il progetto comune di fusione transfrontaliera sia “depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti alla fusione, almeno trenta giorni prima della data fissata per la decisione”, congiuntamente con “un avviso ai soci, creditori e rappresentanti dei lavoratori o, in loro mancanza, ai lavoratori stessi, che li informa della facoltà e delle modalità di presentazione di osservazioni al progetto fino a cinque giorni prima della data dell'assemblea”²⁰⁶. Gli adempimenti ora menzionati, da realizzare mediante deposito presso il registro delle imprese, possono essere “evitati” qualora la società provveda alla divulgazione di tali documenti nel sito internet della società. Anche in tale ultima ipotesi dovrà però comunque essere oggetto di deposito presso il registro una nota informativa contenente le informazioni essenziali di cui all'art. 20, comma 3²⁰⁷, anche queste modellate sullo stampo delle informazioni previste all'art. 123, paragrafo 3, Dir. 2017/1132. Inoltre, è degno di menzione il fatto che l'articolo 23 del d.lgs. n. 19/2023 prescrive altresì l'imprescindibile obbligo di mettere a disposizione²⁰⁸ dei soci e dei rappresentanti dei lavoratori (o, in loro assenza, direttamente ai lavoratori medesimi) sia l'elaborato relazionale predisposto dagli amministratori conformemente all'articolo 21, sia il progetto comune di fusione transfrontaliera, congiuntamente alla relazione stilata dall'esperto sulla congruità del rapporto di cambio²⁰⁹ (corredati dai bilanci degli ultimi tre esercizi della società italiana e, ove pertinente, dalle condizioni patrimoniali ai sensi dell'articolo 2501-

²⁰⁶ Ai sensi dell'art. 20, comma 1 del d.lgs. 19/2023 gli amministratori saranno tenuti a riferire all'assemblea delle osservazioni pervenute

²⁰⁷ “La società che si avvale della pubblicazione sul sito Internet deposita per l'iscrizione nel registro delle imprese, una nota informativa che indica: a) per ciascuna società partecipante alla fusione e per l'eventuale società di nuova costituzione, il tipo, la denominazione e la sede; b) il registro delle imprese presso cui sono iscritte le società partecipanti alla fusione e il relativo numero di iscrizione; c) per ciascuna società partecipante alla fusione, l'indicazione delle modalità di esercizio dei diritti da parte di creditori, dei lavoratori e dei soci; d) il sito Internet nel quale sono accessibili per via telematica gratuitamente il progetto di fusione transfrontaliera, l'avviso di cui al comma 1 e informazioni esaurienti sulle modalità previste dalla lettera c)” (art. 20, comma 3, d.lgs. 19/2023).

²⁰⁸ L'art. 23, comma 1 del d.lgs. 19/2023 prescrive che la relazione dell'organo amministrativo venga depositata in copia presso la sede della società e venga messa a disposizione in forma elettronica. Tale ultima operazione deve essere realizzata durante i quarantacinque giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione; si segnala che in base al disposto dell'ormai abrogato articolo 8, comma 2, d.lgs. 108/2008, tale termine era fissato originariamente a trenta giorni.

²⁰⁹ L'art. 23, comma 2 del d.lgs. 19/2023 prescrive che la relazione degli esperti e gli altri atti previsti dall'art. 2501-septies del codice civile restano a disposizione dei soci, durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione.

quater).

Una volta che sia stata assunta la decisione di approvazione del progetto comune di fusione transfrontaliera²¹⁰, una novità rilevante rispetto alla disciplina italiana precedente riguarda il c.d. certificato preliminare.

In contrapposizione alla carenza di una siffatta disposizione all'interno del previgente decreto legislativo, viene introdotta all'articolo 29 una recente novità, la quale prevede che il certificato preliminare riguardante la società italiana coinvolta nell'operazione di fusione transnazionale debba essere formalmente richiesto ad un notaio italiano, allegando alla relativa istanza: a) il progetto di fusione transfrontaliera; b) la delibera assembleare di approvazione del progetto; c) le relazioni degli amministratori e degli esperti indipendenti; d) le eventuali osservazioni pervenute da parte dei soci, dei lavoratori o dei creditori; e) la dichiarazione sostitutiva dell'atto di notorietà, resa dalle società partecipanti alla fusione, attestante che, nei casi previsti dalla legge²¹¹, è iniziata la procedura di negoziazione; f) le certificazioni inerenti all'indebitamento dell'azienda italiana nei confronti di istituzioni di natura pubblica emesse con un margine temporale non superiore a 90 giorni precedenti la richiesta del certificato preliminare, congiuntamente al consenso espresso della società italiana per quanto riguarda l'acquisizione di tali dati e il conseguente trattamento degli stessi (qualora dall'operazione di fusione transfrontaliera risulti una società soggetta alla giurisdizione di un diverso ordinamento giuridico); g) la dichiarazione che le informazioni inserite nel progetto comune di fusione e, in particolare quelle indicate all'art.19, comma 2 e quelle relative alla lettera f), non hanno subito modifiche; h) la documentazione attestante l'effettiva costituzione delle garanzie o l'avvenuto adempimento delle passività emerse dalle attestazioni menzionate nella lettera f); i) le informazioni di rilievo ai fini dell'operazione di fusione, concernenti società controllanti, controllate o collegate ai sensi dell'articolo 2359 del codice civile. Ai sensi dello stesso articolo 29 poi, "Ai fini del rilascio del certificato preliminare, sulla base della documentazione, delle informazioni e delle dichiarazioni a sua disposizione, il notaio verifica: a) l'avvenuta iscrizione presso il registro delle imprese della delibera di fusione transfrontaliera; b) il decorso del termine per l'opposizione

²¹⁰ Cfr. art. 24 d.lgs. 23/2023

²¹¹ Ai sensi di quanto previsto dall'art. 29, comma 2, d.lgs. 19/2023, la dichiarazione di cui alla lettera e) dovrà essere allegata soltanto nei casi in cui una delle società partecipanti alla fusione applichi un regime di partecipazione dei lavoratori.

dei creditori²¹² oppure la realizzazione dei presupposti che consentono l'attuazione della fusione prima del decorso del termine, oppure, in caso di opposizione dei creditori, che il tribunale abbia provveduto ai sensi dell'articolo 2445, quarto comma, del codice civile; c) se pertinente, che il progetto di fusione contenga le informazioni previste dall'articolo 19, comma 1, lettera e), e che sia stata resa la dichiarazione di cui al comma 2, lettera e), del presente articolo; d) quando l'assemblea ha subordinato, ai sensi dell'articolo 24, comma 4, l'efficacia della delibera di approvazione del progetto comune di fusione transfrontaliera all'approvazione delle modalità di partecipazione dei lavoratori, che queste sono state da essa approvate; e) l'assolvimento degli obblighi previsti dall'articolo 30, ove applicabile; f) l'assenza, in base alle informazioni e ai documenti ricevuti o acquisiti, di condizioni ostative all'attuazione della fusione transfrontaliera relative alla società richiedente; g) che, in base alle informazioni e ai documenti ricevuti o acquisiti, la fusione non sia effettuata per scopi manifestamente abusivi o fraudolenti, dai quali consegue la violazione o l'elusione di una norma imperativa del diritto dell'Unione o della legge italiana, e che non sia finalizzata alla commissione di reati secondo la legge italiana".

Dalla verifica in questione possono svilupparsi diversi scenari alternativi.

Se il notaio ritiene rispettate le condizioni prescritte dalla legge e giudica come positivamente adempiute le verifiche analizzate, esso provvede al rilascio del certificato preliminare senza indugio non oltre trenta giorni dal ricevimento della documentazione completa. Al contrario, nel caso in cui il notaio avanzi valutazioni in merito al non soddisfacimento dei presupposti fissati dalla normativa o all'omissione delle formalità essenziali richieste per l'effettuazione dell'operazione di fusione, è suo compito notificare tempestivamente all'organo amministrativo della società richiedente i motivi che si frappongono al rilascio del certificato preliminare e assegnare alla società stessa un intervallo di tempo predeterminato, entro il quale poter rettificare eventuali lacune rilevate (ove egli giudichi tali carenze rimediabili)²¹³; nel caso in cui l'opportunità di risanare tali lacune non sia praticabile o la società non si adoperi entro il tempo assegnato o, ancora, decida di rinunciare a sfruttare il periodo

²¹² Cfr. art. 28 d.lgs. 19/2023

²¹³ Indipendentemente dalla casistica, nell'arco temporale di dieci giorni successivi alla comunicazione ora menzionata, è conferita alla società la facoltà di esporre per iscritto le proprie osservazioni (art. 29, comma 6, d.lgs. 19/2023)

temporale concesso, il notaio trasmette all'organo amministrativo della società richiedente il diniego al rilascio del certificato preliminare, esplicitando le ragioni di tale diniego anche alla luce delle osservazioni eventualmente presentate²¹⁴.

Nel lasso temporale di trenta giorni successivi alla comunicazione del rifiuto o al termine di trenta giorni concesso al notaio per l'emissione del certificato preliminare, l'organo amministrativo mantiene fermamente la facoltà di sollecitare l'ottenimento del certificato attraverso la presentazione di un ricorso al Tribunale competente²¹⁵.

Nell'esercizio delle funzioni sopra delineate, il d.lgs. n. 19/2023 conferisce al notaio una serie di poteri di notevole rilevanza (articolo 5), tra i quali spiccano la facoltà di richiedere ulteriori documenti o informazioni che siano giudicati indispensabili, la prerogativa di designare esperti di comprovata competenza nei settori che gravitano attorno all'operazione, nonché il diritto di accedere alle banche dati gestite dagli enti pubblici creditori e al Registro nazionale degli aiuti di Stato. In aggiunta, nell'ottica di assicurare una condotta ancor più attenta nell'espletamento delle sue prerogative e funzioni, la legge 16 febbraio 1913, n. 89, introduce agli articoli 138-bis e 138-ter specifiche misure sanzionatorie sia di natura sospensiva che pecuniaria, qualora lo stesso notaio richieda l'iscrizione nel Registro Imprese di un atto relativo alla fusione transfrontaliera da lui medesimo ricevuto, in situazioni in cui le condizioni imposte dalla legge risultino chiaramente inesistenti (articolo 138-bis, comma 2-bis, legge 16 febbraio 1913, n. 89), oppure nel caso in cui, in alternativa, egli rilasci il certificato preliminare basandosi su documenti, informazioni e dichiarazioni imposti dalla legge, che siano manifestamente carenti ai fini del soddisfacimento dei requisiti richiesti dalla stessa legge (articolo 138-ter, legge n. 89/1913)²¹⁶.

Restano infine da analizzare le importanti novità relative al diritto di recesso.

Originariamente, il dettato dell'articolo 8 del d.lgs. 2008 (ormai abrogato) prevedeva una disciplina piuttosto scarna, limitandosi a riconoscere il diritto di recesso

²¹⁴ Cfr. DANIELE CEVOLO, PAOLA BARAZZETTA. *Trasformazioni, fusioni e scissioni cross-border: armonizzazione della disciplina UE*. Rivista Amministrazione e Finanza, IPSOA, n. 5/2023, p. 21 ss.

²¹⁵ Ai sensi dell'articolo 29, comma 8, d.lgs. 19/2023, il certificato preliminare "è depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese, a cura dell'organo amministrativo della società, e reso disponibile tramite il BRIS"; inoltre, ai sensi del comma anche il rifiuto del rilascio del certificato preliminare e il dispositivo del provvedimento di rigetto del ricorso proposto "sono iscritti senza indugio a cura dell'organo amministrativo della società nel registro delle imprese".

²¹⁶ Cfr. BUSANI, in *op. cit.* p. 418 ss.

al socio dissenziente della società italiana partecipante alla fusione, nelle ipotesi in cui la società risultante dalla fusione transfrontaliera fosse quella di altro Stato membro, facendo salve le altre cause di recesso previste dalla legge o dallo statuto. Per il resto, riguardo le modalità di esercizio del recesso e di determinazione del valore delle azioni o delle quote ai fini della liquidazione, la norma in oggetto prevedeva un mero rinvio alla disciplina codicistica. L'assetto normativo attuale, invece, come delineato dal nuovo articolo 25 del d.lgs. 19/2023, prevede una disciplina ben più dettagliata. *In primis* essa riconosce il diritto di recesso al socio della società italiana in due differenti ed esplicite ipotesi: a) in qualsiasi caso, nell'ipotesi in cui la società italiana è incorporata da una società di altro Stato membro, in modo da tutelare il socio della società italiana che si troverà ad essere socio di una società straniera per effetto dell'operazione di fusione; b) se è italiana la società incorporante, nel caso in cui tale diritto sia previsto dalla legge italiana o dallo statuto della società. In secondo luogo, l'attuale dettato normativo prevede ora una più articolata disciplina relativa alle modalità di esercizio del diritto in questione. Infatti, il diritto di recesso derivante dalla fusione transfrontaliera, dovrà essere esercitato: i) dai soci che hanno partecipato all'assemblea, entro quindici giorni dall'iscrizione della delibera di approvazione del progetto comune di fusione transfrontaliera nel registro delle imprese e comunque non oltre trenta giorni dalla sua adozione; ii) dai soci assenti e da quelli privi del diritto di voto nell'assemblea che ha approvato il progetto comune di fusione transfrontaliera, entro quindici giorni dall'iscrizione della delibera nel Registro Imprese. Secondo quanto previsto dal comma 3 dello stesso articolo 25, la dichiarazione di recesso, che dovrà essere comunicata mediante lettera raccomandata oppure mediante documento informatico sottoscritto con firma digitale e trasmesso al domicilio digitale della società, dovrà contenere le indicazioni di cui all'art. 2437-bis c.c. e anche, "a pena di decadenza, l'eventuale contestazione del valore di liquidazione indicato nel progetto di fusione".

Il processo di liquidazione associato al socio recedente si distingue per la sua intrinseca celerità ed efficienza, se comparato al recesso "ordinario"²¹⁷. Questa connotazione deriva dalla prescrizione prevista al comma 4 dell'art. 25, conformemente alla quale: "a) l'offerta in opzione ai soci e l'eventuale collocamento presso terzi avvengono al valore fissato nel progetto di fusione; b) nella società per

²¹⁷ Cfr. BUSANI, in *op. cit.* p. 36 ss.

azioni, l'offerta di opzione è depositata presso il registro delle imprese entro quindici giorni dalla scadenza dei termini per il recesso; c) in caso di assenza di utili o riserve disponibili nel patrimonio della società incorporata, resta fermo l'obbligo della società di liquidare il socio recedente e non è pregiudicata l'attuazione della fusione, fatti salvi l'opposizione dei creditori, prevista dall'articolo 2503 del codice civile e, ove applicabile, il rispetto dei requisiti di capitale da parte della società risultante dalla fusione; d) la liquidazione avviene non oltre sessanta giorni dalla data in cui la fusione ha avuto effetto”.

Nel caso in cui sorgesse una contestazione in merito al valore di liquidazione ascrivibile al socio recedente, tale valore verrebbe determinato, attraverso un'istanza da sottoporre entro il termine di trenta giorni dall'iscrizione della deliberazione di fusione presso il registro Imprese, a cura di un esperto designato dal Tribunale tramite una relazione giurata, entro un arco temporale di sessanta giorni²¹⁸. Nel caso in cui il valore di liquidazione derivante dall'analisi dell'esperto ecceda quello concordato nel progetto congiunto della fusione transfrontaliera, la disparità di valore deve essere corrisposta entro un lasso temporale di sessanta giorni dal momento del deposito della relazione dell'esperto presso la cancelleria del Tribunale.

Infine, ai sensi dell'ultimo comma dell'articolo 25, viene precisato che “Se non è diversamente previsto nell'atto di trasferimento delle azioni o quote, il recedente conserva la qualità di socio sino alla data in cui la fusione diviene efficace”.

2.2. Attuazione delle Direttive comunitarie su fusione transfrontaliera e offerta pubblica di acquisto nel sistema giuridico britannico

La normativa comunitaria di armonizzazione dettata in materia di fusione transfrontaliera e offerta pubblica di acquisto ha trovato per lungo tempo attuazione anche nel Regno Unito. Tale impostazione è tuttavia cambiata in seguito alla c.d. *Brexit*.

²¹⁸ Si tratta di un termine prorogabile per ulteriori sessanta giorni in caso di “gravi motivi”, ulteriormente prorogabili nel caso in cui ricorra una situazione di “eccezionale difficoltà” (art. 25, comma 6, d.lgs. 23/2023).

A seguito dell'esito favorevole di un referendum tenutosi nel 2016, il Regno Unito ha notificato al Consiglio europeo la sua intenzione di avviare il procedimento di recesso dall'Unione Europea, attraverso la formale invocazione dell'articolo 50 del Trattato sull'Unione Europea. Successivamente a complesse e prolungate negoziazioni, il 31 gennaio 2020 è stato ufficialmente perfezionato il processo di recesso del Regno Unito dall'Unione Europea.

Alla fine del 2020 si è giunti alla conclusione del periodo di "transizione" protrattosi per 11 mesi, in cui il Regno Unito ha perdurato nell'essere sottoposto ai canoni normativi dell'Unione Europea. A partire da tale momento cronologico (il 31 dicembre 2020, noto come "*Implementation period completion day*"), si è inaugurato in modo formale un nuovo capitolo nelle dinamiche politiche e negoziali tra il Regno Unito e l'Unione Europea, conformemente alle direttrici delineate dal "*Trade and Cooperation Agreement*" (TCA). Tale accordo è stato introdotto con carattere provvisorio a partire dal 1° gennaio 2021, in attesa della necessaria approvazione e ratifica da parte del Parlamento europeo, ed è stato infine elevato a piena operatività dal 1° maggio 2021. L'obiettivo sotteso è stato quello di salvaguardare l'equità delle dinamiche competitive, onde evitare eventuali deviazioni che potessero arrecare pregiudizio alle intricate relazioni di commercio internazionale tra le parti contraenti, le quali attualmente agiscono all'interno di mercati distinti e separati.

Nonostante il TCA costituisca un significativo passo avanti nella modulazione delle attuali e prospettive dinamiche tra il Regno Unito e l'Unione Europea, emerge una incontestabile lacuna nella trattazione del diritto societario, con molteplici sfaccettature che generano rilevanti incertezze²¹⁹.

A livello interno, il Regno Unito ha adottato una scelta di prudenza nel non operare stravolgimenti sostanziali del proprio *corpus* normativo societario, orientandosi invece verso la conservazione, in larga misura, del quadro normativo preesistente. Le modifiche apportate, entrate in vigore al termine del periodo di transizione, hanno principalmente perseguito l'obiettivo di sopprimere talune disposizioni di recepimento delle normative europee²²⁰. L'attenzione si è concentrata principalmente sulle imprese con sede nel Regno Unito che intrattengono relazioni

²¹⁹ MIGALDI, MARCO. *La riqualificazione giuridica delle società del Regno Unito in Germania dopo la Brexit. Il caso Air Berlin PLC*. Rivista Banca Impresa Società, 3/2022, p. 519 ss.

²²⁰ MIGALDI, MARCO. *Brexit e diritto societario europeo: analisi prospettica delle possibili conseguenze*. Rivista di diritto societario, Giappichelli, 4/2020, p. 1047 ss.

commerciali al di là dei confini nazionali con entità dell'Unione Europea e viceversa. Gli effetti di tali riforme si sono riverberati in misura relativamente contenuta, poiché sia il *Companies Act 2006*²²¹ sia la relativa legislazione secondaria del Regno Unito avevano già subito una profonda influenza dalla legislazione europea, presentandosi pertanto con caratteristiche non dissimili da quest'ultima²²².

Le molteplici aree di incertezza presenti nel TCA hanno comunque, inevitabilmente, reso necessario l'intervento della Commissione europea. In data 8 marzo 2021 è stato così diffuso un avviso rivolto agli *stakeholders*, intitolato "Recesso del Regno Unito e norme unionali nel settore del diritto societario". Tale comunicazione ha fornito un'analisi utile, sebbene ancora non esaustiva, dei risvolti derivanti dalla separazione del Regno Unito dall'Unione Europea per quanto concerne il quadro giuridico societario, evidenziando specificamente alcuni aspetti non contemplati nell'accordo medesimo.

L'avviso emanato dalla Commissione europea, dopo una preliminare puntuale delucidazione sull'elemento preminente concernente la disapplicazione della libertà di stabilimento relativamente alle imprese britanniche, individua in maniera concisa le principali normative di diritto societario dell'Unione Europea divenute inoperanti nel contesto del Regno Unito. I profili coinvolti dall'avviso risultano molteplici e contemplano soprattutto, coerentemente con l'analisi del presente elaborato, temi quali la divulgazione di informative aziendali, operazioni di fusione transfrontaliera, prerogative degli azionisti e offerte pubbliche di acquisto.

Senza dubbio, l'aspetto di maggiore rilevanza all'interno di questo contesto è rappresentato dalla conferma che le società britanniche non possono più godere della libertà di stabilimento prevista dal combinato disposto degli artt. 49 e 50 del TFUE, di cui in precedenza abbiamo delineato la rilevanza (1.2).

Dopo la conclusione del periodo di transizione, gli Stati membri dell'Unione Europea si trovano liberati dall'obbligo di conferire riconoscimento alla personalità giuridica delle società britanniche, regolarmente istituite nel Regno Unito e aventi la loro amministrazione centrale, sede o principale attività all'interno del territorio europeo²²³.

²²¹ Il *Companies Act 2006* costituisce la fonte primaria del diritto societario britannico

²²² *Ibid*

²²³ MIGALDI, in *op. cit.* p. 519 ss.

Ne consegue che ciascun Paese membro dell'Unione potrà applicare alle imprese britanniche i propri criteri di connessione nell'ambito normativo societario, con esiti variabili da paese a paese, in base all'eventuale accoglimento della "teoria della sede reale" piuttosto della "teoria dell'incorporazione"²²⁴.

La teoria della reale sede rappresenta un canone di natura oggettiva che prescrive che una società sia vincolata dalle norme proprie del sistema giuridico in cui ha insediato la propria sede amministrativa o, ancor più precisamente, ove effettivamente conduce le sue attività commerciali (c.d. vincolo necessario). L'accezione di sede amministrativa si presenta intrinsecamente sfaccettata, ma la corrente predominante in dottrina e giurisprudenza tende a identificarla con il luogo in cui vengono prese e implementate le decisioni essenziali per la società (e non soltanto dove si riunisce l'organo amministrativo), allo scopo di applicare, quindi, la normativa della giurisdizione più aderente alla realtà e agli interessi dell'impresa stessa²²⁵.

Le giurisdizioni che si conformano alla teoria della sede reale escludono l'accesso alle imprese costituite in una diversa giurisdizione attraverso l'attuazione di un procedimento di c.d. *disqualification* o sottoponendole alla propria giurisdizione nel caso in cui l'impresa sia concretamente amministrata all'interno del proprio territorio. Nei contesti giurisdizionali che aderiscono a tale concezione, quindi, la fattispecie del trasferimento dovrebbe considerarsi inattuabile, sulla base dell'argomento che lo Stato di arrivo non può conferire legittimità a entità societarie prive di un effettivo vincolo territoriale²²⁶.

In conclusione, il principio basilare intrinseco alla dottrina della sede reale, a differenza di quello concepito nella teoria dell'incorporazione, introduce una complessità maggiore nella definizione della normativa da applicare, con un conseguente effetto dissuasivo sulla propensione al trasferimento transfrontaliero delle imprese, limitando così anche la facoltà delle società di intraprendere operazioni transnazionali orientate alla selezione di uno Stato che presenti una legislazione più favorevole.

In contrasto, la teoria dell'incorporazione individua la legge regolatrice quale quella dell'ordinamento in cui è realizzato l'atto di costituzione della società e dove

²²⁴ Sul tema si veda BENEDETTELLI, in *op. cit.* p. 570 ss.

²²⁵ MIGALDI, in *op. cit.* p. 519 ss.

²²⁶ KOKKINIS, ANDREAS. *The impact of Brexit on the legal framework for cross-border corporate activity*. European Business Law Review, volume 27, Issue 7, Wolters Kluwer, 2016, p. 966 ss.

vanno portate a compimento le formalità volte alla sua registrazione. Tale orientamento agevola considerevolmente l'attuazione delle complesse operazioni transfrontaliere, favorendo un riconoscimento più immediato della *lex societatis* attraverso i meccanismi di pubblicità legale. Le giurisdizioni aderenti a questa prospettiva riconoscono l'esistenza di tutte le entità societarie debitamente costituite all'interno del proprio Stato di origine e ne permettono l'esercizio dell'attività economica all'interno dei propri confini territoriali. Conseguentemente, tali società straniere, debitamente strutturate, mantengono la loro soggezione al quadro giuridico dell'entità d'origine anziché sottostare al diritto nazionale dello Stato in cui si realizza l'operazione transfrontaliera²²⁷.

A tal proposito è interessante notare come nell'ambito europeo sia proprio il Regno Unito a ergersi quale Paese prediletto per le imprese che intendono abbracciare una *lex societatis* dissimile da quella in cui operano effettivamente o in cui hanno la loro sede amministrativa centrale. Un'indagine condotta per conto della Commissione Europea rileva (sebbene limitatamente alle sole società a responsabilità limitata, con l'esclusione delle società per azioni) che il Regno Unito risulta essere lo Stato europeo preferito per attrarre la costituzione di imprese che intraprendono la loro attività in altre giurisdizioni²²⁸. Tra le motivazioni che animano questa inclinazione, spicca senza dubbio la circostanza che, nell'ambito delle normative internazionali in materia di diritto privato, il Regno Unito aderisce al paradigma dell'incorporazione secondo principi chiari e semplici²²⁹.

Completata questa fondamentale premessa, ripercorrendo il contenuto dell'Avviso emanato dalla Commissione europea, lo stesso chiarisce espressamente la disapplicazione della Direttiva (UE) 2017/1132, la quale, come abbiamo visto, al Titolo II, Capo II, stabilisce le disposizioni vigenti per le fusioni transfrontaliere realizzate tra imprese di capitali regolate dalle normative nazionali di diversi Stati membri.

La materia delle fusioni *cross-border* è stata a lungo regolata nel Regno Unito dalle *Companies (Cross Border Merger) Regulations 2007*, le quali provvedevano a conformare la normativa nazionale alle direttive comunitarie, con il fine di favorire

²²⁷ *Ibid*

²²⁸ MIGALDI, in *op. cit.* p. 1049 ss.

²²⁹ *Ibid*

una più completa realizzazione di un quadro giuridico unionale uniforme, per consentire a sua volta una più agevole adozione dello strumento delle fusioni transfrontaliere tra società degli Stati membri dell'Unione europea²³⁰.

In sintonia con gli altri Stati membri, dunque, anche il Regno Unito contemplava una specifica cornice normativa interna volta a regolamentare la fusione intracomunitaria, corredata da disposizioni normative dirette a salvaguardare gli interessi delle diverse parti coinvolte²³¹. Sotto il profilo procedurale, tale regolamentazione si dispiegava attraverso una fase preliminare iniziale orientata alla stesura di un progetto comune di fusione, elaborato in conformità ai contenuti normati e prescritti dalla Direttiva comunitaria²³². Completata la redazione del progetto, la società britannica partecipante alla fusione doveva provvedere innanzitutto a richiedere alla *High Court* l'ordinanza di fissazione della data in cui avrà luogo l'assemblea dei soci competente a deliberare sul progetto stesso. Una volta conseguita tale ordinanza la società medesima doveva occuparsi di notificare alla *Companies House* il progetto comune di fusione transfrontaliera, unitamente all'ordinanza di fissazione dell'assemblea dei soci e ad ulteriori informazioni relative all'operazione²³³, il tutto entro il termine di almeno due mesi anteriori alla data dell'assemblea, ai fini della loro pubblicazione in Gazzetta Ufficiale (ad opera della stessa *Companies House*, almeno un mese prima della data dell'assemblea). Anche la normativa di recepimento britannica prevedeva poi una apposita disciplina, successiva alla delibera di approvazione del progetto, diretta alla richiesta e al rilascio di un certificato *pre-merger*, volto ad attestare la legalità e la correttezza di tale operazione, rilasciato dall'organo di controllo interno competente, ossia la *High Court*, che a seguito di una apposita udienza rilasciava tale certificato con ordinanza. Per ultimo, nella fase finale della fusione transfrontaliera, era richiesto l'ultimo adempimento di registrazione e

²³⁰ KNAPP, VANESSA. *UK and EU Company Law after Brexit*. *Journal European Company and Financial Law Review*, De Gruyter, vol. 17 (2), 2020, p. 189 ss.

²³¹ Sul tema si veda JONATHAN, MUKWIRI. *Cross-Border Mergers Directive and Its Impact in the UK*, in PAPADOPOULOS, THOMAS (a cura di). *Cross-Border Mergers. EU Perspectives and National Experiences*. Springer, 2019, p. 477 ss.

²³² Cfr. *Part 2, The Companies (Cross-Border Mergers) Regulations 2007*

²³³ Anche in questo caso, al pari di quanto abbiamo osservato con riferimento all'ordinamento italiano, le disposizioni nazionali ricalcano il contenuto della direttiva comunitaria, prevedendo l'ulteriore notifica della relazione dell'organo amministrativo e della relazione di esperti indipendenti sulla congruità del rapporto di cambio

pubblicazione dell'atto di fusione ad opera della *Companies House*, ai fini del dispiegamento dei relativi effetti dell'operazione²³⁴.

Tale regolamentazione, tuttavia, è stata abrogata nella sua totalità in seguito alla conclusione del periodo di transizione, ad opera del *Companies, Limited Liability Partnerships and Partnerships (Amendment etc.) (EU Exit) Regulations 2019*.

Ne consegue che le fusioni transnazionali, tra società appartenenti al Regno Unito e società straniere, saranno ora regolate dalla normativa nazionale in materia di fusioni e dagli accordi internazionalprivatistici, sulla base dei parametri di congiunzione relativi alla *lex societatis* precedentemente esaminati²³⁵. In tale contesto è altresì opportuno menzionare il nuovo regime di sorveglianza delle fusioni e delle acquisizioni introdotto mediante il *National Security and Investment Act 2021* nel tessuto giuridico interno del Regno Unito, divenuto operativo a partire dal 4 gennaio 2022. Questa nuova normativa ha conferito all'esecutivo un potenziamento delle proprie competenze al fine di vagliare attentamente le operazioni di fusione e acquisizione che coinvolgono le imprese britanniche, dedicando particolare attenzione alle realtà operative che riguardano settori dell'economia di speciale rilevanza e sensibilità. Il nuovo schema legislativo prevede che le operazioni di M&A riconducibili alle sfere sensibili predefinite saranno soggette a un regime di notifica e approvazione obbligatorie, svolto per mezzo di un ente governativo deputato a tale compito, la *Investment Security Unit*²³⁶.

L'Avviso della Commissione conferma anche la disapplicazione della Direttiva 2004/25/CE in merito alle offerte pubbliche di acquisto, in relazione ai titoli negoziati nei mercati del Regno Unito.

Nel contesto britannico l'impianto normativo concernente la disciplina delle OPA trova parte della sua collocazione nel *Companies Act 2006* e, poi, principalmente (a partire dal 1968), in un codice di autoregolamentazione, il *City Code on Takeovers and Mergers*, caratterizzato da disposizioni particolarmente dettagliate alle quali gli operatori finanziari aderiscono su base volontaria. L'ente di autoregolamentazione noto come *Takeover Panel* sovrintende all'accurata esecuzione del *City Code* e,

²³⁴ Cfr. *Part 3, The Companies (Cross-Border Mergers) Regulations 2007*

²³⁵ MIGALDI, in *op. cit.* p. 523 ss.

²³⁶ *Ibid*

attraverso la sua struttura, rappresenta gli interessi dell'intero spettro di soggetti coinvolti, compresi quelli degli offerenti e quelli delle società bersaglio.

A seguito dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea, sia il *Takeover Code* che il *Companies Act 2006* hanno subito molteplici modifiche e numerose delle loro disposizioni giuridiche sono state sottoposte ad aggiornamenti. Nel complesso, tuttavia, tali modifiche risultano prevalentemente di natura tecnica, senza apportare mutamenti significativi alla sostanza del quadro normativo nazionale in merito alle operazioni di acquisizione²³⁷.

Per ciò che riguarda il *Companies Act 2006*, le principali modifiche successive alla *brexit* provvedono ad eliminare, dalla sezione disciplinare riferita ai *Takeovers* (*Part 28*), tutti i riferimenti della normativa nazionale alla direttiva europea, alle società dello Spazio economico europeo e alle autorità di regolamentazione dello stesso.

Le stesse modifiche di natura puramente tecnica si rinvengono anche nell'ambito del *Takeover Code*, dove, a titolo esemplificativo, “*regulated market*” è diventato “*UK regulated market*”, i riferimenti alla “*Societas Europea*” sono stati modificati in “*UK Societas*” e così via. Rimangono però immutate le linee direttrici fondamentali del *Code*, benché ora prive di qualsiasi rimando alla cornice normativa europea. È importante ricordare che la Direttiva 2004/25/CE è stata concepita in armonia con la regolamentazione britannica in materia di acquisizioni societarie, e questo costituisce la ragione preminente per cui l'assetto normativo interno non ha subito mutamenti sostanziali durante l'effettiva realizzazione del processo di recesso del Regno Unito dall'Unione Europea²³⁸.

Tra i molteplici aspetti della disciplina che si sono mantenuti inalterati, merita certamente menzione il profilo connesso alla regolamentazione delle misure difensive.

Il modello britannico assegna all'assemblea degli azionisti - ossia ai soggetti ai quali compete l'assunzione della decisione relativa all'adesione o meno all'offerta - l'autorità per deliberare sulla adozione delle misure difensive.

Tale modello trova innanzitutto fondamento sui doveri generali posti a carico del consiglio di amministrazione, infatti, con una impostazione simile a quella della

²³⁷ KNAPP, in *op. cit.* p. 187 ss.

²³⁸ KOKKINIS, in *op. cit.* p. 974 ss.

disciplina comunitaria²³⁹, lo stesso *Takeover Code* al *General Principle 3*, prescrive che “*The board of directors of an offeree company must act in the interests of the company as a whole and must not deny the holders of securities the opportunity to decide in the merits of the takeover bid*”.

Una disciplina più dettagliata e specifica in merito alle misure difensive è poi contenuta alla *Rule 21.1* (“*When shareholders’ consent is required*”), la quale alla lettera a) statuisce che: “*(a) During the course of an offer, or even before the date of the offer if the board of the offeree company has reason to believe that a bona fide offer might be imminent, the board must not, without the approval of the shareholders in general meeting, take any action which may result in any offer or bona fide possible offer being frustrated or in shareholders being denied the opportunity to decide on its merits, or: (i) issue any shares or transfer or sell, or agree to transfer or sell, any shares out of treasury or effect any redemption or purchase by the company of its own shares; (ii) issue or grant options in respect of any unissued shares; (iii) create or issue, or permit the creation or issue of, any securities carrying rights of conversion into or subscription for shares; (iv) sell, dispose of or acquire, or agree to sell, dispose of or acquire, assets of a material amount; or (v) enter into contracts otherwise than in the ordinary course of business*”.

La prospettiva in questione poggia principalmente sull’idea che, nell’ambito di un’offerta pubblica di acquisto, i membri dell’organo amministrativo si trovano immersi in una complessa dinamica di conflitto d’interessi. Tale conflitto li spinge intrinsecamente a intraprendere azioni volte alla salvaguardia della propria posizione preminente, la quale risulta potenzialmente minacciata dalla prospettiva di un mutamento nel controllo societario; di conseguenza, anziché adottare comportamenti orientati alla tutela degli interessi degli azionisti, come sancito dal *General Principle 3*, questi si inclinano verso il contrasto dell’offerta stessa.

Secondo questa prospettiva sembrerebbe emergere una particolare ambiguità nella stessa legittimazione intrinseca dei dirigenti nel perseguire gli interessi degli azionisti, unitamente all’interrogativo sulla stessa praticabilità di attuare tale proposito, a causa dell’intricato intreccio di interessi in gioco.

Questo delicato *impasse* viene dunque risolto mediante l’attribuzione agli azionisti della responsabilità primaria volta a valutare la convenienza dell’offerta in

²³⁹ Cfr. art. 3, lett. c) Direttiva 2004/25/CE

questione e a determinare l'eventuale impiego di strategie difensive, oltre che, naturalmente, decidere in merito all'adesione alla stessa offerta. Secondo questa ottica, la sovranità dei detti azionisti è garantita attraverso l'indispensabile conferimento dell'autorizzazione da parte loro, per qualsiasi misura che gli amministratori possano contemplare al fine di ostacolare l'offerta stessa. Un tale approccio permette una più razionale ed ordinata adozione delle misure difensive nell'ambito di una procedura acquisitiva, consentendo inoltre la risoluzione delle problematiche di azione collettiva: conferire ai soci il potere decisionale riguardo all'adozione di strategie di difesa alleggerirebbe la pressione a cui gli stessi sono sottoposti (*pressure to tender*) nel corso di un'OPA, in quanto ciò manterrebbe separata l'analisi dell'offerta in sé dalla eventuale strategia connessa di resistenza. Nel frattempo, gli amministratori rimarrebbero impegnati esclusivamente nell'adempimento dei loro doveri fiduciari, senza interferire nella successiva determinazione relativa all'offerta.

CONCLUSIONI

Nell'ambito del presente elaborato si è preliminarmente messo in evidenza l'utilità aziendalistica delle operazioni di fusione e acquisizione per la realizzazione di potenziali strategie di crescita. Sulla base dell'analisi compiuta nel primo capitolo si è osservato come la flessibilità e la duttilità di questi strumenti possa ben conciliarsi con la dinamicità dell'attività di impresa, permettendo il perseguimento delle più differenti strategie espansive. La loro diffusione, soprattutto in ottica transnazionale, ha determinato il diffondersi di numerose esigenze e questioni giuridiche di regolamentazione, affrontate, nel contesto europeo, dalle normative comunitarie esaminate.

Si è osservato come l'adozione di questi particolari strumenti normativi si sia inserita in un generale procedimento di coordinamento e armonizzazione, che talvolta ha assunto profili di marcato contrasto con i diversi ordinamenti nazionali coinvolti, determinando spesso lunghe fasi di gestazione delle normative, oltre che rilevanti decisioni di carattere compromissorio. Le operazioni di fusione transfrontaliera e offerta pubblica di acquisto sono state oggetto di norme che hanno espresso peculiari esigenze di tutela, talvolta coincidenti, ma spesso differenti, viste le numerose asimmetrie che permeano i diversi istituti in oggetto. Gli argomenti specificamente trattati relativamente a ciascuna delle direttive comunitarie esaminate mettono in evidenza tutti questi aspetti, offrendo così vari spunti di riflessione.

Seppur mosse da differenti motivazioni ed esigenze normative e, seppur intrise di numerose differenze tecniche modellate sulle peculiarità delle differenti operazioni straordinarie, sono numerosi i punti di contatto emergenti dall'analisi dei diversi aspetti di regolamentazione trattati dalla Direttiva 2017/1132 e dalla Direttiva 2004/25/CE.

L'analisi del diritto applicabile alle operazioni e dell'ambito di applicazione delle discipline comunitarie non desta particolari perplessità in questo senso. Il loro esame ci permette di identificare un unitario sforzo del legislatore unionale nelle materie di diritto societario trattate, ossia quello di rimuovere qualsiasi incertezza giuridica derivante dalla natura transfrontaliera delle operazioni, promuovendo un regime giuridico chiaro e trasparente. Ciò viene realizzato in parte mediante la predisposizione di una disciplina dei vari aspetti dell'operazione straordinaria e dei

suoi principi fondanti, esplicitamente regolamentati mediante l'intervento del legislatore. Invece, per tutti i restanti aspetti non suscettibili di un così marcato intervento di armonizzazione, il legislatore presta ugualmente il proprio contributo chiarificatore mediante la specificazione di precisi termini di riparto delle diverse giurisdizioni coinvolte nell'operazione, al fine di eliminare qualsiasi ulteriore ambiguità potenzialmente derivante dalle necessità di coordinamento giuridico transfrontaliero.

Nell'ambito del coinvolgimento dell'organo amministrativo emergono più marcate differenze normative. Infatti, sebbene la previsione di pressoché simili obblighi informativi gravanti sull'organo amministrativo delle società coinvolte nelle operazioni sia di fusione che di acquisizione possa far ritenere il contrario, in ambito acquisitivo emergono particolari esigenze di tutela tali da rendere la procedura di OPA estranea all'ottica cooperativa manageriale (presente invece nel contesto di una operazione di fusione transfrontaliera). Si fa riferimento in particolare alla disciplina delle c.d. misure difensive. Come più volte osservato, la materia in questione è stata determinante per il superamento dell'*impasse* che per diversi anni ha impedito l'emanazione di una disciplina unionale di armonizzazione. È qui opportuno osservare dunque come il legislatore abbia adottato una scelta di compromesso poco incisiva. Infatti, seppur sia presente nel dettato normativo una disciplina esaustiva relativa alla regola di passività e alla regola di neutralizzazione, il legislatore comunitario, per non imporre una rigida adozione di tali strumenti normativi (ritenuta potenzialmente dannosa da alcuni Stati membri per le proprie imprese nazionali), ne rimette la facoltà applicativa in capo agli Stati membri, determinando così inevitabilmente una frammentarietà del sistema comunitario, palesemente in contrasto con la *ratio* ispiratrice della stessa normativa.

È opportuno qui evidenziare però il fatto che una scelta di questo tipo è stata resa necessaria non soltanto da ragioni compromissorie di carattere pacificatorio, ma anche da ragioni di razionalità e cautela normativa. Misure particolarmente protettive possono garantire sicuramente la tutela delle minoranze e impedire la loro estromissione, ma possono anche scoraggiare riorganizzazioni potenzialmente efficienti rendendo tali transazioni troppo costose. Un regime eccessivamente lassista, d'altra parte, può evitare il rischio che i soci di minoranza blocchino operazioni favorevoli per la restante componente azionaria, ma potrebbe anche favorire una

disciplina di estromissione eccessivamente permissiva a scapito degli azionisti di minoranza stessi.

Questo scenario riflette così la tipica natura a doppio taglio di molte misure di protezione, motivando ulteriormente la prudenza normativa adottata in sede comunitaria.

Peculiari esigenze di tutela, come abbiamo osservato, si rendono evidenti anche nel quadro della disciplina degli azionisti. La fondamentale differenza tra un processo di approvazione collettivo in capo ai soci nell'ambito di una fusione transfrontaliera (vigente, peraltro, per tutte le società coinvolte nell'operazione) e un processo di accettazione individuale nell'ambito acquisitivo suscita l'affiorare di più complessi interessi da mitigare in riferimento ad una offerta pubblica di acquisto, così da determinare un differente approccio normativo in sede di coordinamento. Nonostante la presenza di queste diverse esigenze di tutela, possiamo però anche qui rilevare una unità di intenti del legislatore comunitario, *in primis*, con riferimento ai numerosi obblighi informativi volti a garantire una piena informazione e una massima trasparenza dell'operazione, in secondo luogo, una comune finalità di tutela è resa evidente anche con l'apposita disciplina di un diritto di recesso nell'ambito della fusione transfrontaliera e da un peculiare diritto di *sell-out* con riferimento alla offerta pubblica di acquisto (seppur quest'ultimo diritto sia mitigato da una collaterale previsione del diritto di *squeeze-out* necessaria ai fini della promozione di una maggiore contendibilità del controllo societario).

Lo stesso intento si rende manifestamente evidente, infine, con riferimento ai diversi regimi di carattere strettamente procedurale previsti per ciascuna operazione. In questo caso, infatti, le cornici procedurali delineate dal legislatore comunitario sono modellate per affrontare problemi analoghi concernenti la necessità di garantire la protezione e l'informazione delle diverse parti coinvolte e, allo stesso tempo, di facilitare una realizzazione efficiente di queste delicate operazioni finanziarie.

Volgendo poi l'attenzione alle diverse sedi nazionali esaminate, il secondo capitolo ci ha permesso di osservare le differenti modalità e conseguenze comportate dal recepimento e dalla attuazione delle direttive.

Per quanto concerne la Direttiva 2004/25/CE relativa alle offerte pubbliche di acquisto, la sua attuazione nel contesto giuridico italiano ha sicuramente comportato rilevanti cambiamenti e novità nella normativa nazionale interna, contenuta

principalmente all'interno del TUF. Tale Testo Unico, in ottemperanza a quanto previsto dalla Direttiva, si è così adattato agli *standard* normati *ivi* sanciti, avviando un processo di affinazione delle proprie norme volto a favorire un maggiore coordinamento e una maggiore chiarezza della disciplina concernente l'offerta pubblica di acquisto avente carattere transfrontaliero. Nel complesso, però, è opportuno ricordare che il TUF, emanato in corrispondenza della fase di gestazione della normativa europea, si era allora già profondamente allineato ai numerosi riferimenti sottesi alla proposta di Direttiva, a loro volta coordinati sul paradigma di matrice britannica. Per questo verso in sede attuativa, restano dunque pressoché immutati numerosi principi cardine già presenti all'interno del TUF.

Questo fenomeno di omologazione normativa manifesta i suoi effetti in maniera ancora più evidente, naturalmente, nell'ordinamento giuridico britannico. Lo spunto da cui prendere le mosse in questo caso però è totalmente diverso, non essendo infatti inserito all'interno di un contesto di armonizzazione ma, con la *brexit*, nell'opposto processo di recesso e di conseguente "disarmonizzazione". La *brexit*, infatti, come osservato nel corso dell'elaborato, non ha determinato rilevanti mutamenti all'assetto giuridico britannico in materia di OPA, sia perché molte questioni di rilevante importanza erano state rimesse alla facoltativa attuazione da parte dei vari ordinamenti nazionali, determinando un notevole affievolimento dell'incisività della normativa, ma soprattutto, perché la Direttiva 2004/25/CE si era profondamente ispirata alla regolamentazione britannica in materia di acquisizioni societarie, non determinando così la necessità di sostanziali interventi normativi volti al suo adattamento post-recesso.

Possiamo dunque concludere affermando che, essendo sia il modello normativo italiano che quello comunitario, profondamente intrisi (seppur indirettamente) e ispirati al modello di regolamentazione di natura britannica, le differenze tra i vari ordinamenti non appaiono profondamente remote, anche a seguito del procedimento di recesso del Regno Unito dall'Unione europea.

Lo stesso non si può invece affermare con riferimento alla fusione transfrontaliera.

Per ciò che concerne questa differente materia, dalla disamina incrociata dei diversi ordinamenti nazionali oggetto del presente elaborato, rispettivamente quello britannico e quello italiano, emerge una palese tendenza normativa di segno opposto.

Nel contesto britannico la materia della fusione transfrontaliera subisce un processo di deregolamentazione. Con la realizzazione della *brex*it, infatti, come abbiamo osservato, si determina l'abrogazione delle *Companies (Cross Border Merger) Regulations* del 2007, che avevano provveduto a dare attuazione interna alla normativa europea concernente la fusione transfrontaliera. Con questa abolizione si determina un effetto di deregolamentazione nel senso che le operazioni di fusione aventi come partecipanti società del Regno Unito unitamente a società di un Paese membro dell'Unione Europea, non potranno più godere della procedura e della disciplina armonizzata per mezzo della Direttiva comunitaria, lasciando spazio alle rispettive normative nazionali interne sulla fusione e ai diversi accordi di natura internazionalprivatistica intercorrenti tra i diversi Paesi. Gli effetti di questa deregolamentazione parrebbero avere allarmato i mercati, tant'è che si è registrata una impennata di queste particolari operazioni transfrontaliere proprio a ridosso del dispiegamento degli effetti della *brex*it, quasi con l'intento di voler "approfittare" dell'ultimo periodo utile di armonizzazione per godere della disciplina comunitaria ancora vigente nel contesto britannico. Il motivo di una tale tendenza potrebbe essere legato al fatto che una normativa di carattere unitario, anche solo dal punto di vista interpretativo e applicativo, rappresenta una maggiore garanzia di regolamentazione e verifica del rapporto aggregativo che si mette in atto, rispetto a una regolamentazione affidata all'interpretazione di diverse normative nazionali e di ricerca dei relativi punti di collegamento.

Nel contesto giuridico italiano invece la materia della fusione transfrontaliera era stata a lungo regolamentata dal decreto legislativo n. 108 del 2008, che provvedeva a dare attuazione interna alle Direttive comunitarie allora vigenti. Come abbiamo visto però la normativa unionale ha subito rilevanti modifiche nel corso dell'ultimo ventennio, rendendo per ultimo necessario un intervento di aggiornamento rispetto alle rilevanti modifiche introdotte con la Direttiva 2019/2121. In questo contesto si inserisce il nuovo D.lgs n. 19/2023 che provvede al recepimento interno della più recente disciplina comunitaria in materia di fusione transfrontaliera, con il fine di agevolare e rendere maggiormente chiara la loro attuazione nel contesto europeo, manifestando così la tendenza regolamentare opposta rispetto al fenomeno britannico. L'intero processo di recepimento della Direttiva 2019/2121 e della sua articolata disciplina inerente alla fusione transfrontaliera rappresenta, in questo senso, una

radicale e complessiva novità nel panorama normativo italiano. Per mezzo di tale attuazione, inoltre, si è provveduto ad introdurre novità di rilievo (anche rispetto al contenuto della stessa Direttiva) plasmate sulle esigenze di tutela emergenti in sede nazionale. Si segnalano sul punto le previsioni inerenti al progetto comune di fusione relative ai dati sulla liquidazione in denaro offerta ai soci per il caso di recesso e, soprattutto, le previsioni relative alla sussistenza di procedure di erogazione di benefici pubblici nei confronti della società partecipante alla fusione. Su questo ultimo aspetto la normativa di recepimento, come abbiamo osservato, desta particolare attenzione al fatto che l'operazione di fusione non sia pregiudizievole di eventuali crediti vantati dall'erario e non si traduca, dunque, in un mero strumento di delocalizzazione realizzato con il fine di sottrarsi e venire meno ai propri doveri obbligatori derivanti dal collegamento con il territorio italiano.

In questo caso, infine, è importante evidenziare che, a differenza delle constatazioni di carattere positivo rese possibili nel conteso britannico in occasione della *brexit*, è ancora difficile (e sarebbe sicuramente prematuro) svolgere delle osservazioni sull'impatto concreto di questo nuovo decreto e di queste rilevanti novità nel panorama societario italiano in materia di fusioni, avendo esso ad oggetto le sole operazioni di fusione transfrontaliera per le quali, alla data del 3 luglio 2023, nessuna delle società partecipanti abbia provveduto alla pubblicazione del progetto comune di fusione transfrontaliera. Per un giudizio in tal senso, dunque, si dovrà attendere il riscontro degli operatori giuridici ed economici.

BIBLIOGRAFIA

AIELLO, A. PISTOCCHI, C. *La nuova direttiva UE su trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere*. Diritto Bancario, 2021, pp. 1-9

AMBROSIANI, F. *Società europea e fusione internazionale*. Società, 2002, pp. 1351-1356

AMOROSINO, S. *Manuale di diritto del mercato finanziario*. Terza edizione, Milano, Giuffrè, 2014

ANNUNZIATA, F. *La disciplina del mercato mobiliare*. Giappichelli, 2014

ANNUNZIATA, F. VENTORUZZO, M. *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in BENEDETTELLI M., LAMANDINI M. (a cura di). *Diritto societario europeo e internazionale*. UTET Giuridica, 2016

ARMOUR, J. *Shareholder protection and stock market development: an empirical test of the legal origin hypothesis*. Journal of Empirical Leg. Stud., 2007, p. 6

BARTMAN, S.M. *10 Years Cross-Border Mergers Directive: Some Observations About EU Border Protection and Minority Exit Rights*. European Company Law Journal 14, n. 6, 2017, pp. 214-216

BEBCHUCK, L. A. *Toward undistorted choice and equal treatment in corporate takeovers*. Harvard Law Review 98, 1985, pp. 1695-1808

BECH-BRUUN, LEXIDALE. *Study on the application of the cross-border mergers directive*. For the Directorate General for the Internal Market and Services, European Union, 2013, p. 99 ss

BENEDETTELLI, M. V. “*Corporate governance*”, *mercati finanziari e diritto internazionale privato*. Rivista di diritto internazionale privato e processuale, 1998, pp. 713- 744

BENEDETTELLI, M. V. *Le fusioni transfrontaliere*, in ABBADESSA P., PORTALE G. (a cura di). *Il nuovo diritto delle società: Liber amicorum Gian Franco Campobasso*. Torino, UTET Giuridica, 2007

BENEDETTELLI, M. LAMANDINI, M. *Il diritto societario europeo e internazionale*. Torino, UTET Giuridica, 2017

BERTOLOTI, G. *La difesa italiana de la OPA hostile*. Revista de Mercado de Valores, 2009, pp. 237-249

BUSANI, A. *Fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere e internazionali*. Wolters Kluwer, 2023

BUSANI, A. *La fusione transfrontaliera e internazionale*. Rivista Le Società, ESSPER, n. 6/2012, pp. 661-673

BUSANI, A. *La fusione transfrontaliera e internazionale*. Rivista Le Società, ESSPER, n. 4/2023, pp. 407-426

CABRAS, GIOVANNI. *L’attuazione della terza direttiva CEE e le fusioni eterogenee*. Rivista del diritto dell’impresa, Edizioni Scientifiche Italiane, 3/1991

CAIAZZA, R. *Cross-border M&A. Determinanti e fattori critici di successo*. Giappichelli, 2011

CAMPOBASSO, G. F. *Diritto commerciale, volume 2, Diritto delle società*, in CAMPOBASSO MARIO (a cura di). *Diritto commerciale*. 10. edizione. Torino, UTET Giuridica, 2022

- CANZIANI, A. *Lezioni di economia aziendale*. Cedam, 2020
- CAPASSO, A. MEGLIO, O. *Fusioni e acquisizioni: teorie, metodi, esperienze*. Franco Angeli, 2009
- CARDUCCI, A. A. *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione: la direttiva 2005/56/CE in materia di fusioni transfrontaliere*. *Giurisprudenza commerciale*, 2008, pp. 1194- 1223
- CARIELLO, V. *Tutela delle minoranze e accordi parasociali nelle società quotate*. *Riv. Soc.*,1999, pp. 718-750
- CASTELLANO, G. *Le offerte pubbliche di acquisto: i problemi non risolti dalla legge di riforma*. *Giurisprudenza Commerciale*, 1975, p. 5 ss
- CEPPELLINI, P. *Operazioni straordinarie. (2. edizione)*, n BERTOLDI B. (a cura di). *La Fusione*. Wolters Kluwer, 2020
- CERA, M. *Le società con azioni quotate nei mercati*. Seconda edizione. Bologna, Zanichelli, 2020
- CEVOLO, D. BARAZZETTA, P. *Trasformazioni, fusioni e scissioni cross-border: armonizzazione della disciplina UE*. *Rivista Amministrazione e Finanza, IPSOA*, n. 5/2023, p. 21 ss
- CHIAPPETTA, F. *Diritto del governo societario*. Quinta edizione. Milano, Wolters Kluwer, 2020
- COSTI, R. *Il mercato mobiliare*. Undicesima edizione, Torino, Giappichelli, 2018
- DANIELE, L. AMADEO, S. *Diritto del mercato unico europeo e dello spazio di libertà, sicurezza e giustizia*. Quinta edizione. Milano, Giuffrè Francis Lefebvre, 2021

DAVIES, P. *Control Shifts via Share Acquisition Contracts with Shareholders (Takeovers)*. The Oxford Handbook of Corporate Law and Governance. Oxford Handbooks, 2018

DE LUCA, N. *European Company Law: Text, Cases and Materials*. Cambridge University Press, 2017

DE LUCA, N. *European Company Law: Text, Cases and Materials*. Cambridge University Press, second edition 2021

DI SARLI, M. *La disciplina comunitaria sulla fusione transfrontaliera: un “cantiere” ancora aperto*. Riv. Il nuovo diritto delle società, 2/2018, pp. 287-306

DORRESTEIJN, A. MONTEIRO, T. *European Corporate Law*. Wolters Kluwer Law & Business, 2017

ENRIQUES, L. *Né con gli scalatori né con i gruppi di comando: per una disciplina neutrale sulle OPA nell’Unione Europea*. Riv. Soc, 2010, pp. 657- 679

FERRARINI, G. *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Market Union?* Banca D’Italia, Quaderni di ricerca giuridica, n.86, 2018, pp. 39-51

FIORI, G. TISCINI, R. *Economia aziendale*. Terza edizione. Milano, Egea, 2020

FONTANA, F. CAROLI, M. *Economia e gestione delle imprese*. Quinta edizione. Milano, McGraw-Hill Education, 2017

GAGLIARDI, G. *L’attività di Mergers and Acquisitions in Europa: situazione e prospettive*. Amministrazione e finanza, volume 28, fascicolo 7, 2013, pp. 77-83

GARGANTINI, M. *Cross-Border Mergers and Cross-Border Takeovers Compared*, in PAPADOPOULOS, T. (a cura di). *Cross-Border Mergers - EU Perspectives and National Experiences*. Springer, 2019

- GIUNTA, F. *Economia aziendale*. Quarta edizione. Milano, Wolters Kluwer, 2022
- GIOCOLI, N. *Impresa, concorrenza, regole*. Giappichelli, Torino, 2009
- GUACCERO, A. *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società, le offerte pubbliche in Italia e negli Usa*. Giuffrè, 2007
- KNAPP, V. *UK and EU Company Law after Brexit*. Journal European Company and Financial Law Review, De Gruyter, vol. 17 (2), 2020, pp.184-199
- KOKKINIS, A. *The impact of Brexit on the legal framework for cross-border corporate activity*. European Business Law Review, volume 27, Issue 7, Wolters Kluwer, 2016, pp. 959-987
- LAMANDINI, M. DESOGUS, C. *Le fusioni transfrontaliere alla luce della Direttiva 2005/56/CE*. in BENEDETTELLI M., LAMANDINI M. (a cura di). *Diritto societario europeo e internazionale*. UTET Giuridica, 2016
- LAMANDINI, M. *Il nuovo diritto euro-unitario in tema di fusioni, scissioni e trasformazioni transfrontaliere*. Diritto Bancario, 2019
- LA MARCA, E. *La fusione e la scissione di società*, in CASOTTANA M., NUZZO A. (a cura di). *Lezioni di diritto commerciale comunitario*. Giappichelli, 2006
- LIAKOPOULOS, D. MANCINI, G. *La direttiva n. 2005/56/CE e la nuova disciplina comunitaria delle fusioni transfrontaliere di società di capitali*. Rassegna Avvocatura dello Stato, 2008, p. 7 ss
- LIBONATI, B. *Corso di diritto commerciale*. Giuffrè, 2009
- MANNE, H. *Mergers and the market for corporate control*. Journal of Political Economy, 1965, pp. 110-120

MARTINEZ, I. SERVE, S. *The delisting decision: the case of buyout offer with squeeze out (BOSO)*. International Review of Law and Economics, vol. 31, 2011, pp. 228-239

MIGALDI, M. *Brexit e diritto societario europeo: analisi prospettica delle possibili conseguenze*. Rivista di diritto societario, Giappichelli, 4/2020, pp.1047-1091

MIGALDI, M. *La riqualificazione giuridica delle società del Regno Unito in Germania dopo la Brexit. Il caso Air Berlin PLC*. Rivista Banca Impresa Società, 3/2022, pp. 519-551

MORERA, U. *Il diritto delle società*. Quarta edizione. Bologna, Il Mulino, 2012

MORICONI, M. *Cross Border Mergers: tra novità introdotte dalla direttiva 2121/2019 e profili evolutivi della disciplina antitrust*. Luiss Thesis, 2020

MUCCIARELLI, F. M. *Fusioni transfrontaliere e libertà di stabilimento delle società nell'Unione Europea*. Riv. Soc., 2006, pp. 417-427

MUCCIARELLI, F. M. *Le offerte pubbliche d'acquisto e di scambio*. Giappichelli, 2014

MUCCIARELLI, F. M. *Libertà di stabilimento comunitaria e concorrenza tra ordinamenti societari*. Giurisprudenza commerciale, 2000, pp. 559-579

MUCCIARELLI, F. M. *Problemi aperti in tema di offerte pubbliche d'acquisto transfrontaliere*. Banca borsa e titoli di credito, 2009, pp. 382-402

MUCCIARELLI, F. M. *Trasformazioni internazionali di società dopo la sentenza Polbud: è davvero l'ultima parola?* Le società, 2017, pp. 7-12

MUKWIRI, J. *Cross-Border Mergers Directive and Its Impact in the UK*, in PAPADOPOULOS, T. (a cura di). *Cross-Border Mergers. EU Perspectives and National Experiences*. Springer, 2019

NAPOLITANO, M. R. *La gestione dei processi di fusione e acquisizione di imprese*. Milano, Franco Angeli, 2003

NICCOLINI, G. *Offerta pubblica di acquisto*. Enciclopedia del Diritto, 1979

NIGRO, A. *Diritto delle operazioni straordinarie*. Società editrice il Mulino, 2022

PAPADOPOULOS, T. *The magnitude of EU Fundamental Freedoms: Application of the Freedom of Establishment to the Cross-Border Mergers Directive*. *European Business Law Review*, 2012, pp. 517-546

PARISI, P. MAZZA, P. *Trasformazioni, fusioni e scissioni transfrontaliere: la nuova disciplina*. *Rivista Pratica Fiscale e Professionale*, IPSOA, n. 18/2023, pp. 25-31

PEDERZINI, E. *Percorsi di diritto societario europeo*. Giappichelli, 2007

PELLEGRINI, F. *Il Caso Polbud: modificare lex societatis è un diritto garantito dalla libertà di stabilimento*. *Giurisprudenza Commerciale*, 2018, pp. 462-472

PETRIK, N. S. *Le operazioni straordinarie nella normativa dell'UE. Analisi della proposta di Dir. 2018/0114*. *Rivista Il Corriere giuridico*, 3/2019, pp. 361-372

PICCO, F. PONZIANI, V. TROVATORE, G. VENTORUZZO, M. LENER, R. *Le OPA in Italia dal 2007 al 2019. Evidenze empiriche e spunti di discussione*. Consob, 2021, p. 9 ss

PICONE, L. *Le offerte pubbliche di acquisto*. Giuffrè, 1999

PRETO, A. DESOGUS, C. *La direttiva comunitaria sulle fusioni transfrontaliere di società di capitali*. Contratto e impresa Europa, 1/2006, pp. 234- 262

RAZZANTE, R. *La Direttiva OPA e la sua attuazione*, in FAUCEGLIA, G. (a cura di). *Commentario all'offerta pubblica di acquisto*. Torino, Giappichelli, 2010

REGOLI, D. *Offerte pubbliche di acquisto e comunicato agli azionisti*. Giappichelli, Torino, 1996

REYNOLDS, S. SCHERRER, A. TRULI, E. *Ex-post analysis of the EU framework in the area of cross-border mergers and divisions*, studio per il Parlamento europeo, 2016

RESCIO, G. A. *Dalla libertà di stabilimento alla libertà di concentrazione: riflessioni sulla direttiva 2005/56/CE in materia di fusione transfrontaliera*. Riv. dir. soc., 2007, p. 8 ss

RIGHINI, A. *Il trasferimento transnazionale della sede sociale*. Contratto e impresa, 1/2006, pp. 755-785

RUSSO, G. S. *La nuova direttiva n.2004/25/CE in materia di offerte pubbliche di acquisto*. Milano, Wolters Kluwer, 2005

SAGLIOCCA, M. *Appunti in tema di fusioni transfrontaliere: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutele dei creditori sociali*. Riv. delle Società, 2019, pp.1074- 1099

SALVI, A. *M&A crescita esterna e creazione di valore*. Egea editore, 2015

SCHMIDT, J. *Cross-border mergers and divisions, transfers of seat: Is there a need to legislate?* Studio per la commissione JURI, 2016, p. 17 ss

SERNIA, A. *L'offerta pubblica d'acquisto (OPA): normativa, problemi applicativi e analisi tecnica dell'OPA di concerto*. Luiss Thesis, 2021

SICCA, L. NAPOLITANO, M. R. *Le acquisizioni e le fusioni come attività strategiche*. Cedam, 2001

SICCA, L. *Strategia di crescita e comportamento organizzativo*. Padova: Cedam, 2013

STELLA RICHTER, M. *Fattispecie e disciplina delle offerte pubbliche di acquisto. Le offerte pubbliche di acquisto*. Giappichelli, Torino, 2011

TAGNANI, SACHA B. *Mobilità transnazionale e stabilimento delle società nell'odierno mercato unico europeo*. Contratto e Impresa - Europa, 2015, pp. 285-316

TOLA, M. *La direttiva europea in materia di OPA: prime riflessioni*. Banca, Borsa, Titoli di Credito, 2005, pp. 490-497

TRISCORNIA, A. *Riflessioni sull'OPA obbligatoria, ripercorrendone la ratio*. Banca Impresa Società, 1/2018, pp.105-156

TULLIO, P. *Fusioni transfrontaliere tra armonizzazione e concorrenza regolamentare In Europa*. IRIS LUISS, 2008. Tesi di Dottorato di ricerca in "Diritto ed Economia" XX Ciclo

UBERTAZZI, T. M. *Il procedimento di acquisizioni di imprese*. Wolters Kluwer Italia, 2008

UGLIANO, A. *The New Cross-Border Merger Directive: Harmonisation of European Company Law and Free Movement*. EBLR, 2007, pp. 585-617

VEIL, R. *European Capital Markets Law /edited by Rüdiger Veil*. Oxford Portland: Hart publishing, 2013

VON LACKUM, J. MEYER, O., WITT J. A. *The offering of shares in a cross-border takeover*. *European Company and Financial Law Review*, 2008, pp. 101-114

WEIGMANN, R. *Le offerte pubbliche di acquisto*, in COLOMBO G. E., PORTALE G. B. (a cura di). *Trattato delle società per azioni*. UTET, 1993

WINNER, M. *Protection of Creditors and Minority Shareholders. Cross-border Transactions*. *ECFR*, 1-2/2019, pp. 44-73