

LUISS GUIDO CARLI
LIBERA UNIVERSITA' INTERNAZIONALE DEGLI STUDI SOCIALI

DIPARTIMENTO DI GIURISPRUDENZA

A.A. 2011/2012

TESI IN: DIRITTO PRIVATO COMPARATO

TITOLO: La fusione nel diritto statunitense: profili comparatistici.

RELATORE:

Chiar.ma Prof.ssa Barbara De Donno

CANDIDATO: Fabio Giummarra

MATRICOLA: 085473

CORRELATORE:

Chiar.ma Prof.ssa Elisabetta Corapi

Indice Sommario

Introduzione.....

Capitolo 1. Le operazioni di fusione negli Stati Uniti: nozioni, distinzioni e procedimento di fusione.

1. Cenni storici. Le cc.dd. *Merger waves*.....
2. Tipologie di fusione: analisi sotto il profilo giuridico ed economico.....
 - 2.1. (Segue): *Statutory mergers e consolidations*.....
 - 2.2. (Segue): *Statutory mergers e consolidations* tra *corporations* costituite in diversi Stati degli U.S.A. e tra *corporations* e altre forme associative: brevi cenni.....
3. Le *freeze-outs mergers*: nozione, finalità e disciplina.....
 - 3.1. (Segue): L'individuazione del *controlling shareholder*.....
 - 3.2. (Segue): L'evoluzione degli *standards* utilizzati dalle Corti del *Delaware* per valutare le operazioni di *freezeout merger*.....
 - 3.3. (Segue): La tutela degli azionisti dissenzienti: l'*appraisal right*.....
 - 3.4. (Segue): La determinazione del *fair value*: i metodi utilizzati dalle Corti del *Delaware*.....
 - 3.5. (Segue): Le *two-steps transactions*: analisi della disciplina delle *short-form mergers*.....
 - 3.6. Le *triangular mergers* e le *reverse triangular mergers*: breve studio della *de facto merger doctrine*.....
4. Altre forme di *fundamental changes*: il *leveraged buy out* e il *management buy out*.....
5. La disciplina fiscale: cenni generali.....

Capitolo 2. La fusione delle società nell'ordinamento italiano. Studio dell'iter procedurale dell'operazione.

1. Nozione e tipologie di fusione.....
2. Le fasi del procedimento di fusione. Il progetto di fusione.....
 - 2.1. (Segue): i documenti *ex artt. 2501 quater* e seguenti del cod. civ. Il deposito degli atti presso la sede sociale.....
 - 2.2. (Segue): La delibera di fusione. La disciplina del recesso da parte del socio.....
 - 2.3. (Segue): la tutela dei creditori sociali: l'opposizione *ex art. 2503* cod. civ.....
 - 2.4. (Segue): l'atto di fusione di cui all'art. 2504 cod. civ. La produzione di effetti dell'operazione.....
3. L'invalidità della fusione.....
 - 3.1. (Segue): il danno derivante da invalidità della fusione: brevi cenni.....
4. Le fusioni semplificate. L'incorporazione di società interamente possedute.....
 - 4.1. (Segue): la fusione inversa.....
 - 4.2. (Segue): incorporazione di società possedute al novanta per cento.....
 - 4.3. (Segue): le ipotesi di semplificazione di cui all'art. 2505-*quater* cod. civ.: cenni e rinvio.....
5. Il merger leveraged buy out.....
6. Trattamento fiscale: cenni generali.....
7. Le fusioni transfrontaliere: analisi alla luce del recepimento della decima direttiva comunitaria ad opera del D.lgs. 30 maggio 2008, n. 108.....
 - 7.1. (Segue): il procedimento di fusione transfrontaliera.....

Capitolo 3. Considerazioni comparatistiche.

1. Le diverse tipologie di fusione: analogie e differenze delle relative discipline.....
2. Profili comparatistici del procedimento di fusione negli Stati Uniti e in Italia.....
 - 2.1. (Segue): rimedi posti a tutela del socio dissenziente: *l'appraisal right* statunitense e il diritto di recesso nell'ordinamento italiano.....

3. Fusioni semplificate a confronto.....

Bibliografia.....

Introduzione.

Le fusioni sono operazioni poste in essere dalle società per crescere sul mercato e diventare maggiormente competitive.

Questa operazione straordinaria nel corso degli anni ha assunto una rilevanza fondamentale in ambito societario, non solo nel contesto nazionale, ma anche, e soprattutto, nel quadro internazionale.

Questa tesi - articolata in tre capitoli - ha l'obiettivo di definire questa operazione e conoscerne i singoli aspetti procedurali sia con riguardo all'ordinamento italiano che - per approfondire ulteriormente il tema e realizzare uno studio comparatistico della complessa materia - anche con riguardo alla *corporate law* degli Stati Uniti.

Il primo capitolo definisce esattamente il significato dell'espressione *Merger & Acquisition*.

Sempre più spesso, infatti, nel linguaggio giuridico nonché nel gergo comune, la locuzione *Merger & Acquisition* (M&A) è utilizzata con riferimento, in generale, alle operazioni straordinarie di *corporate reorganizations*.

Non si può inoltre prescindere dall'uso di tale espressione invalso in dottrina e nella prassi, non soltanto nel gergo legale statunitense, ma anche nell'ambito delle operazioni straordinarie nell'ordinamento italiano, a causa di un mercato globale e di conseguenti operazioni societarie internazionali (c.d. *cross-border*).

Questo capitolo, dunque, in apertura delinea in maniera concisa e puntuale i confini, ormai in parte sfumati, delle singole operazioni straordinarie che rientrano nell'ampio *genus* del termine *Merger & Acquisition*.

Dopo un breve *excursus* sul fenomeno delle cc.dd. *merger waves*, il primo capitolo si sofferma sulla descrizione delle operazioni di fusione (*merger* e *consolidation*) nel diritto statunitense - con attenzione, soprattutto, alla normativa dettata dallo Stato del *Delaware* per il ruolo di supremazia da esso rivestito in materia societaria - e tratta, in particolare, i complessi aspetti procedurali delle operazioni di *statutory merger* e di *statutory consolidation*.

Segue poi un'analisi della particolare fattispecie denominata *freeze-out merger*, utilizzata dal socio di controllo per escludere dalla società gli azionisti di minoranza, ed una disamina delle relative problematiche ad essa connesse.

Il primo capitolo si conclude con dei brevi cenni sulla disciplina del *leveraged buyout*, operazione finanziaria connessa sempre al tema delle fusioni societarie e, inoltre, una disamina generale degli aspetti tributari delle *mergers* negli Stati Uniti ai sensi della normativa federale in materia disposta dall'*Internal Revenue Code*.

Nel secondo capitolo è descritto il procedimento di fusione ordinario nell'ordinamento giuridico italiano in ciascuna delle singole fasi che ne compongono l'*iter*.

Sono, inoltre, trattate le semplificazioni procedurali presenti in ipotesi particolari di fusione e la normativa della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (il c.d. *merger leveraged buyout*) tipizzata nel nostro Codice Civile.

Il secondo capitolo si conclude anch'esso con dei cenni generali sulla disciplina fiscale delle fusioni ai sensi dell'art. 172 TUIR ed, inoltre, sugli aspetti procedurali delle fusioni transfrontaliere, come introdotte nel nostro ordinamento dal D.lgs. 30 maggio 2008 n. 108 a seguito del recepimento della decima direttiva comunitaria in materia societaria (2005/56/CE).

Nell'ultimo capitolo, attraverso l'analisi delle tipologie di fusione prese in considerazione nei due ordinamenti oggetto di studio ed il raffronto delle loro rispettive fasi procedurali, vengono trattati gli aspetti comparatistici della materia ed evidenziate le analogie e le differenze dell'operazione di fusione negli Stati Uniti e in Italia con un cenno in ordine ai conseguenti risultati sul piano pratico.

Capitolo 1. Le operazioni di fusione negli Stati Uniti: nozioni, distinzioni e procedimento di fusione.

1. Cenni storici. Le cc.dd. *Merger waves*.

Analizzando la storia del sistema economico statunitense dalla fine del XIX secolo ad oggi, è interessante notare come il ricorso ad operazioni straordinarie da parte delle società ricorra ciclicamente, alternando periodi di intensa attività con periodi in cui il numero di tali operazioni diminuisce notevolmente. Da qui la ragione di soprannominare *merger waves* i periodi di maggior frequenza di operazioni straordinarie.

Va subito sottolineato che i termini *merger*, *consolidation*, *constituent corporations*, *surviving corporation*, analizzati in dettaglio nei paragrafi 2 e ss., sono termini pacifici nel linguaggio delle operazioni di M&A, ma non tutti gli Stati ne danno una definizione.

Il *New York Business Corporation Law* li descrive, e ne dà una definizione, nell'articolo 9, sezione 901, secondo il quale:

“(a) *Two or more domestic corporations may, as provided in this chapter:*

(1) *Merge into a single corporation which shall be one of the constituent corporations; or*

(2) *Consolidate into a single corporation which shall be a new corporation to be formed pursuant to the consolidation.*

(b) *Whenever used in this article:*

(1) *"Merger" means a procedure of the character described in subparagraph (a) (1).*

(2) *"Consolidation" means a procedure of the character described in subparagraph (a) (2).*

(3) *"Constituent corporation" means an existing corporation that is participating in the merger or consolidation with one or more other corporations.*

(4) *"Surviving corporation" means the constituent corporation into which one or more other constituent corporations are merged [...].”*

Tuttavia, solamente nel contesto di questo primo paragrafo il termine è utilizzato in senso ampio, comprendendo sia le fusioni in senso proprio, sia, in generale, altre tipologie di acquisizione (*takeovers, leveraged buyouts, joint venture, ecc.*).

Dal 1895 ad oggi sono state registrate sei *merger waves*, ed è importante sottolineare come tali eventi, accomunati da una particolare condizione storico-economica, si differenziano per una ben precisa tipologia di operazione giuridica di volta in volta posta in essere dalle società.

a) *La prima merger wave: 1895-1904.*

Nel 1895 ebbe inizio la prima ondata di concentrazioni, che coinvolse soprattutto le imprese dei settori minerari e manifatturieri. Il mercato era particolarmente frammentato, composto da tante piccole società con basse quote di mercato; ciò portò tali imprese ad utilizzare l'eccesso di capacità produttiva di cui disponevano, favorito da un periodo di innovazione tecnologica, per fondersi tra di loro ed acquisire maggior potere sul mercato.

Le fusioni in questione furono nella quasi totalità di tipo orizzontale - cioè tra società che operano nello stesso mercato producendo beni simili nella medesima area geografica - con il risultato di attribuire posizioni di monopolio alle società risultanti da tali operazioni¹.

Nonostante l'emanazione dello *Sherman Act*² del 1890, il fenomeno non si arrestò minimamente ed ebbe il suo picco tra il 1898 e il 1902 arrivando al numero stupefacente (per l'epoca) di 1208 fusioni nel 1899 (grafico 1). La causa del fallimento dello

¹ Proprio in questo periodo nacquero alcune grandi società operanti ancora oggi come: *Standard Oil, General Electric Eastman Kodak e American Tobacco* che possedevano rilevanti quote di mercato. Ad esempio *American Tobacco* deteneva una quota di mercato del 90%, e *Standard Oil*, era dominante sul proprio mercato con una quota del 85%.

² Normativa *antitrust* di rango federale che vieta tutte le tipologie di accordi che restringano irragionevolmente la concorrenza, successivamente emendata dal *Clayton Act* nel 1914 per vietare alcune pratiche restrittive non proibite dallo *Sherman Act*. Sul tema cfr. DEPAMPHILIS D. M., *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, Elsevier Academic Press, Amsterdam, 2010, pp. 56 e ss., GAUGHAN P. A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011, pp. 107 e ss. Si veda anche, GARNER B. A. (a cura di), *Black's law dictionary*, 9th Edition, Thomson West, 2010, p. 1502.

Sherman Act è da attribuire sia al *Department of Justice* (DOJ)³, che era nell'impossibilità di applicare efficacemente la normativa *antitrust* perché sottodimensionato, ma anche alle Corti, restie ad una interpretazione letterale della disciplina contenuta nella legge federale.

Emblematico è il caso *United States v. E. C. Knight Co.* (1895)⁴, conosciuto anche come *Sugar Trust Case*, nel quale la Corte Suprema degli Stati Uniti affrontò per la prima volta la questione della applicazione dello *Sherman Act*. Nel *leading case* in discussione, l'*American Sugar Refining Company* detenendo, a seguito di continue acquisizioni, una quota di mercato di oltre il 98%, operava in condizione di monopolio nel settore manifatturiero della raffinazione dello zucchero negli U.S.A.. La *Supreme Court*, chiamata ad applicare la normativa dello *Sherman Act*, ritenne tuttavia che il potere monopolistico detenuto dalla società fosse esercitato su una attività a carattere locale (c.d. *intrastate commerce*) e, come tale, non soggetto alla legislazione federale *antitrust* sul commercio tra Stati (c.d. *interstate commerce*) e così “[...] affects it only incidentally and indirectly.”⁵.

Anche altri fattori furono decisivi per la prima *merger wave*. Innanzitutto, il diritto societario liberale di alcuni Stati⁶ rese più facile alle società l'acquisto di partecipazioni in altre e contribuì ad espandere la loro fetta di mercato. A ciò, si aggiunse la facilità di accesso al credito, che pose sempre più le basi per successive operazioni straordinarie tra le società.

Infine ebbe un ruolo importante lo sviluppo della linea ferroviaria statunitense che, contestualmente, diede luogo a un mercato non più locale, ma nazionale. Le società, minacciate dai *competitors* di altri Stati, si fondevano con i concorrenti locali al fine di poter sostenere la concorrenza.

³ Organo federale responsabile della applicazione della *federal law*. Si veda al riguardo GARNER B. A. (a cura di), *Black's law dictionary*, 9th Edition, Thomson West, 2010, p. 502, e si consulti il sito internet <http://www.justice.gov/about/about.html>.

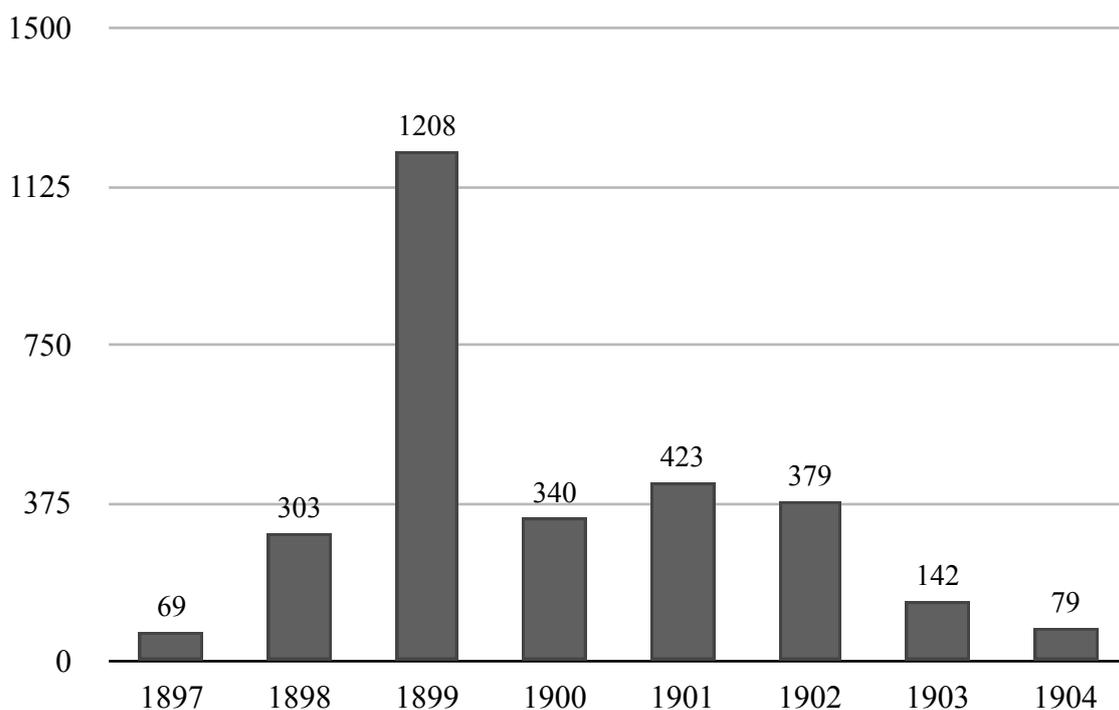
⁴ *United States v. E. C. Knight Co.*, 156 U.S. 1 (1895).

⁵ *Melville Weston Fuller*, ottavo *Chief Justice of the United States*, nel periodo tra il 1888 e il 1910.

⁶ Un esempio per tutti è il *New Jersey* che grazie all'emanazione del *New Jersey Holding Company Act* del 1888 ebbe un ruolo di leadership nella liberalizzazione del *corporate law*, diventando lo Stato di riferimento per le holding di quel periodo, subito seguito da altri Stati tra cui *New York* e il *Delaware* che si dotarono di normative analoghe per frenare la corsa verso il *New Jersey*. Tale situazione terminò intorno al 1915 quando pressoché in tutti gli Stati erano vigenti leggi simili.

Una commistione di fattori finanziari e normativi portò alla fine della prima ondata di fusioni. Nel 1904 vi fu un crollo del mercato delle azioni e in seguito molte banche fallirono; questo portò indubbiamente al venire meno delle condizioni finanziarie che, fino a quel momento, avevano permesso le acquisizioni. Si aggiunse, inoltre, un inasprimento nell'*enforcement* del diritto *antitrust* durante la presidenza di Theodore Roosevelt⁷. Fu nel 1904 che venne applicato lo *Sherman Act* al caso *Northern Securities Co. v. United States*⁸, che costituì la pietra miliare per future controversie e che limitò il ricorso, dal quel momento in poi, a fusioni di tipo orizzontale idonee a falsare la concorrenza.

■ Grafico 1. Numero di fusioni durante la prima merger wave: 1897-1904.



Fonte: GAUGHAN P. A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011, p. 37.

b) La seconda merger wave: 1916-1929.

⁷ Il Presidente degli Stati Uniti ebbe un ruolo fondamentale nel rafforzamento e nella corretta applicazione della normativa *antitrust* tanto da fargli guadagnare l'appellativo di "*trustbuster*", ossia letteralmente, "smantellatore dei monopoli". Il termine è ancora oggi usato per indicare i membri delle commissioni *antitrust*.

⁸ *Northern Securities Co. v. United States*, 193 U.S. 197 (1904)

Come nel caso della prima *merger wave*, anche questa seconda ondata di operazioni straordinarie si colloca in un ben preciso contesto storico, economico e giuridico.

Innanzitutto aumentarono gli investimenti nel mercato dei capitali, favoriti dalla crescita economica del primo dopoguerra. La normativa *antitrust* era molto più stringente che negli anni passati, ma non era ancora sufficiente; ciò portò all'emanazione del *Clayton Act* nel 1914⁹, altra legge federale che integrava la disciplina antimonopolistica contenuta nello *Sherman Act*.

Se da un lato la nuova normativa aveva chiuso delle falle nel sistema, dall'altro non impedì il sorgere di situazioni di oligopolio a seguito di un gran numero di fusioni verticali, operazioni straordinarie cioè, tra società che occupano diversi livelli della stessa filiera produttiva (ad esempio una fusione tra produttore e venditore)¹⁰. L'eccesso di tali operazioni ebbe inevitabili ripercussioni sui mercati finanziari, portando ad un incremento del prezzo delle azioni che culminò nel tragico venerdì nero di Wall Street nel 1929, al quale seguì la Grande Depressione.

Ciò sancì la fine della seconda *merger wave*.

c) La terza *merger wave*: 1965-1970.

Già negli '40 si era registrato un piccolo aumento delle operazioni di fusione soprattutto al fine di ottenere degli sgravi fiscali. Le fusioni coinvolsero maggiormente piccole società e non vi fu nessun aumento delle concentrazioni tale da poter falsare, anche di poco, la concorrenza. Tuttavia la situazione non sfuggì al Congresso, che prontamente emendò, con il *Celler-Kefauver Act* del 1950, la *Section 7* del *Clayton Act*, che dichiarava contraria alle leggi *antitrust* l'acquisizione di pacchetti azionari di altre società quando ciò comportava la riduzione significativa del grado di concorrenza nel mercato; tale modifica, infatti, rinforzò la previsione normativa estendendola all'acquisto di beni patrimoniali di una società.

⁹ Cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 286; si veda inoltre nota n. 3.

¹⁰ Si veda per una breve definizione e una analisi degli aspetti economici e della disciplina *antitrust* delle fusioni di tipo verticale CHURCH J., *Vertical Mergers*, in *ISSUES IN COMPETITION LAW AND POLICY*, ABA Section of Antitrust Law, 2008, pp. 1455 e ss.

Nonostante il rafforzamento della normativa *antitrust*, gli anni '60 furono caratterizzati da un'altra ondata di operazioni straordinarie, questa volta di una tipologia differente: si trattava di *mergers & acquisitions* di tipo conglomerale, che non potevano, cioè, essere classificate né come operazioni societarie di tipo orizzontale, né di tipo verticale¹¹. Durante questa decade non era insolito che società di piccole dimensioni acquisissero società di dimensioni più grandi. Tuttavia, nonostante l'elevato numero di operazioni¹², non vi furono, nei settori industriali interessati, effetti apprezzabili sulla concorrenza, e inoltre le banche non ebbero un ruolo di prim'ordine nel concedere finanziamenti¹³. Questi elementi costituivano importanti punti di contrasto rispetto alle precedenti ondate.

Il declino della terza *merger wave*, come nei casi precedenti, si deve ad una ulteriore modifica della normativa *antitrust* per la salvaguardia della concorrenza contro le operazioni di tipo conglomerale.

d) *La quarta merger wave: 1981-1989.*

Terminata anche la terza ondata, il numero di annunci di operazioni di M&A durante gli anni '70 scese drasticamente; la situazione però si ribaltò del tutto nel 1981.

Il segno distintivo della quarta ondata, rispetto alle precedenti, è il ruolo predominante svolto da particolari metodiche di acquisizione ed operazioni straordinarie, quali:

- a) le *hostile takeover*¹⁴ (le cc.dd. scalate ostili) che permettevano considerevoli profitti in tempi brevi;
- b) le operazioni di *leverage*; e,

¹¹ Cfr. per un approfondimento delle *conglomerate merger* riguardo agli aspetti citati nella nota precedente, CHURCH J., *Conglomerate Mergers*, in *ISSUES IN COMPETITION LAW AND POLICY*, ABA Section of Antitrust Law, 2008, pp. 1503 e ss.

¹² In questo periodo vi furono circa 6.000 fusioni che determinarono la scomparsa di quasi 25.000 società.

¹³ La crescita del mercato dei finanziamenti e l'alzamento dei tassi di interesse furono soltanto effetti collaterali del grande ricorso al credito che caratterizzava il periodo.

¹⁴ Per una breve definizione si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1591. Per una analisi della operazione di *hostile takeover* cfr. inoltre BAINBRIDGE S. M., *Mergers and acquisitions*, Thomson Reuters/Foudation press, New York, 2009, pp. 192 e ss., GAUGHAN P. A., *Mergers : what can go wrong and how to prevent it*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005, pp. 14 e ss., KENYON-SLADE S., *Mergers and takeovers in the US and UK : law and practice*, Oxford University Press, USA, 2004, pp. 50 e ss.

c) le cc.dd. *going private transactions*, operazioni usate per trasformare società, le cui partecipazioni sono frammentate tra più soci, in società il cui capitale azionario è interamente posseduto da un solo azionista, o al massimo da un piccolo gruppo di azionisti.

Ancora, altro tratto caratterizzante della quarta *merger wave* è la tipologia delle società bersaglio delle operazioni di M&A, in quanto vengono prese di mira le più grandi società statunitensi degli anni '80. Per tale motivo questa ondata guadagna l'appellativo di *wave of megamergers*.

Alcuni settori industriali furono più coinvolti rispetto ad altri a causa della maggiore liberalizzazione, come il settore petrolifero e del gas nella prima metà del 1980, e, nella seconda metà, il settore dei farmaci e delle attrezzature mediche. Inoltre, quando anche il settore delle linee aeree fu liberalizzato, le tariffe divennero sempre più competitive, comportando il deterioramento delle potere di mercato di alcuni operatori che non riuscivano a sostenere a lungo la concorrenza; ciò portò ad un enorme aumento delle operazioni di M&A anche in questo settore.

La quarta ondata ebbe anche altre caratteristiche che la differenziarono dalle precedenti. Fu in questo periodo che nacquero nuovi metodi di acquisizione: esperti di fusioni, banche di investimento e studi legali svilupparono nuove strategie *ad hoc* per rendere più agevoli le acquisizioni o, al contrario, contrastare le scalate ostili.

Ulteriore particolarità del periodo in esame fu il metodo di finanziamento delle cc.dd. *Megamergers*, attraverso il ricorso all'indebitamento che permise a società di piccole dimensioni di mirare a società più grandi come *target*. Proprio per tale motivo divenne di uso comune nel linguaggio di Wall Street il termine *leveraged buyout* (LBO), operazione che permette l'acquisto delle azioni di una società quotata da parte di investitori (o a volte da parte degli stessi *manager*, prendendo in tal caso il nome di *management buyout*, MBO¹⁵) con finanziamenti per la maggior parte concessi da banche di investimento e usando i beni della società bersaglio come garanzia per l'adempimento del debito (vedi grafico 2).

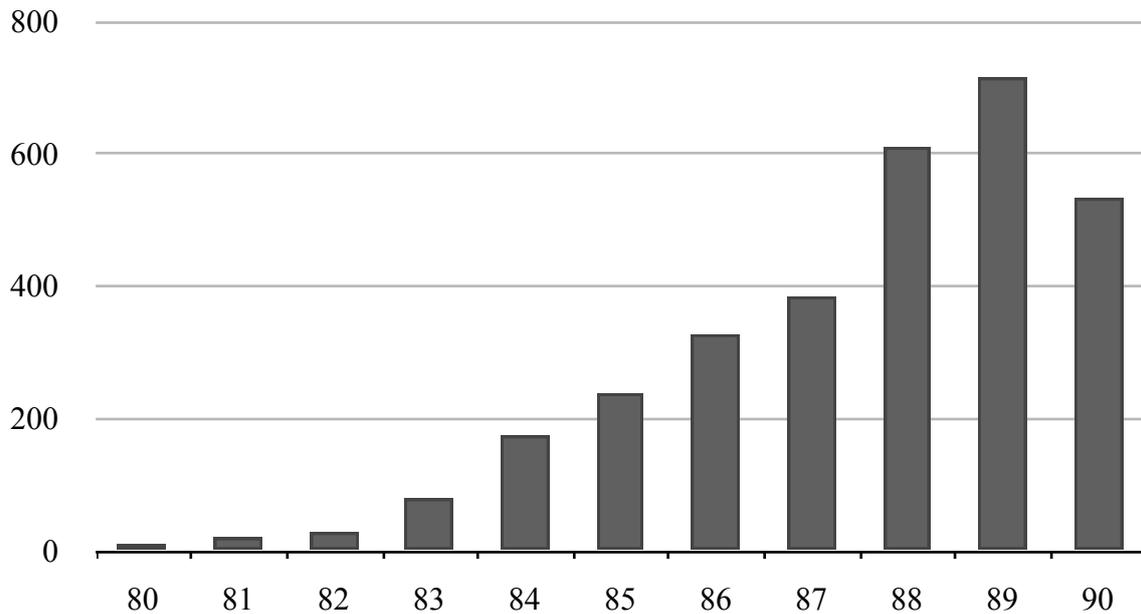
¹⁵ Per una definizione delle operazioni di *leveraged buyout* (LBO) e di *management buyout* (MBO), cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 228. Tale tipologia di operazione sarà comunque trattata ampiamente nel paragrafo 4 del Capitolo 1.

Sebbene molte delle operazioni di M&A negli Stati Uniti riguardassero società statunitensi, una buona percentuale delle offerte di acquisto proveniva da società straniere (per lo più europee e giapponesi) che miravano ad espandersi nel mercato U.S.A., più vantaggioso a causa del valore del dollaro e caratterizzato da una maggiore stabilità politica. Le società straniere, infatti, avevano un potere di acquisto maggiore, che rendeva più facile l'acquisizione di azioni. In questo periodo anche società statunitensi fecero acquisizioni in altri paesi, ma ciò risultò, al contrario, estremamente costoso.

Nel 1989 la quarta *merger wave* si avviò verso il declino a causa della crisi del sistema economico statunitense che sfociò in una breve e leggera recessione nel 1990, e soprattutto, a causa del crollo del mercato dei cc.dd. *high-yield bonds*¹⁶, strumenti finanziari utilizzati per l'attuazione delle operazioni di LBO.

¹⁶ Cfr. a tal fine GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 204 secondo cui: “*high-yield bond. A high-risk, high-yield subordinated bond issued by a company with a credit rating below investment grade. — Also termed junk bond; high-yield debt obligation.*”. Per una ulteriore definizione puntuale si veda anche il sito Internet: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2011/07/high-yield-bonds.html>, secondo cui: “[...] Gli *high-yield bonds* sono un particolare tipo di obbligazioni, tipicamente emessi da società e sviluppatasi nei mercati finanziari statunitensi. Questi strumenti finanziari si caratterizzano per il riconoscimento all'investitore di una elevata remunerazione in considerazione del relativo profilo di rischio, più alto rispetto a quello dei prestiti obbligazionari [...] dei titoli di stato e delle obbligazioni emesse da enti locali. [...] Le società che decidono di finanziarsi tramite emissioni di *high-yield bonds* sono, in genere, società di media dimensione (i cui ricavi annui oscillano tra i cento milioni e il miliardo di dollari statunitensi) [...] società su cui grava un debito da acquisizione derivante da operazioni di *leveraged buy-out*[...]”.

■ Grafico 2. Numero mondiale di LBO tra 1980-1990.



Fonte: GAUGHAN P. A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011, p. 296.

e) *La quinta merger wave: 1992-2000.*

La quinta ondata di intensa attività di operazioni di M&A si registra a partire dal 1992. Durante questo periodo l'economia statunitense conobbe il più grande periodo di espansione dal secondo dopoguerra. La risposta da parte delle società fu immediata, e coinvolse quasi tutti i settori economici e le imprese di piccole, medie e grandi dimensioni. I *managers*, approfittando del clima, usarono, per crescere velocemente, le operazioni di M&A, ma cercarono di non ripetere gli errori del passato, limitando il ricorso eccessivo all'indebitamento e ideando particolari accordi strategici. Questi non erano più operazioni cc.dd. di *bust up mergers*¹⁷, in cui la società acquirente vende i beni della società *target* per far fronte a debiti sorti per pagare l'acquisizione, come nella ondata precedente. Dalla metà degli anni '90 in poi il mercato vide invece lo smodato utilizzo di operazioni di *roll-up*. L'operazione consisteva nel fondere le società più piccole ed utilizzarle in business di più ampio raggio, piuttosto che nel più

¹⁷ Per una puntuale definizione di tale tipologia di *merger*, si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1078.

circoscritto mercato locale e sfruttare le economie di scala¹⁸ che si originavano. In seguito, però, molte delle società scaturenti da tali operazioni dichiararono bancarotta e furono acquistate da altre società.

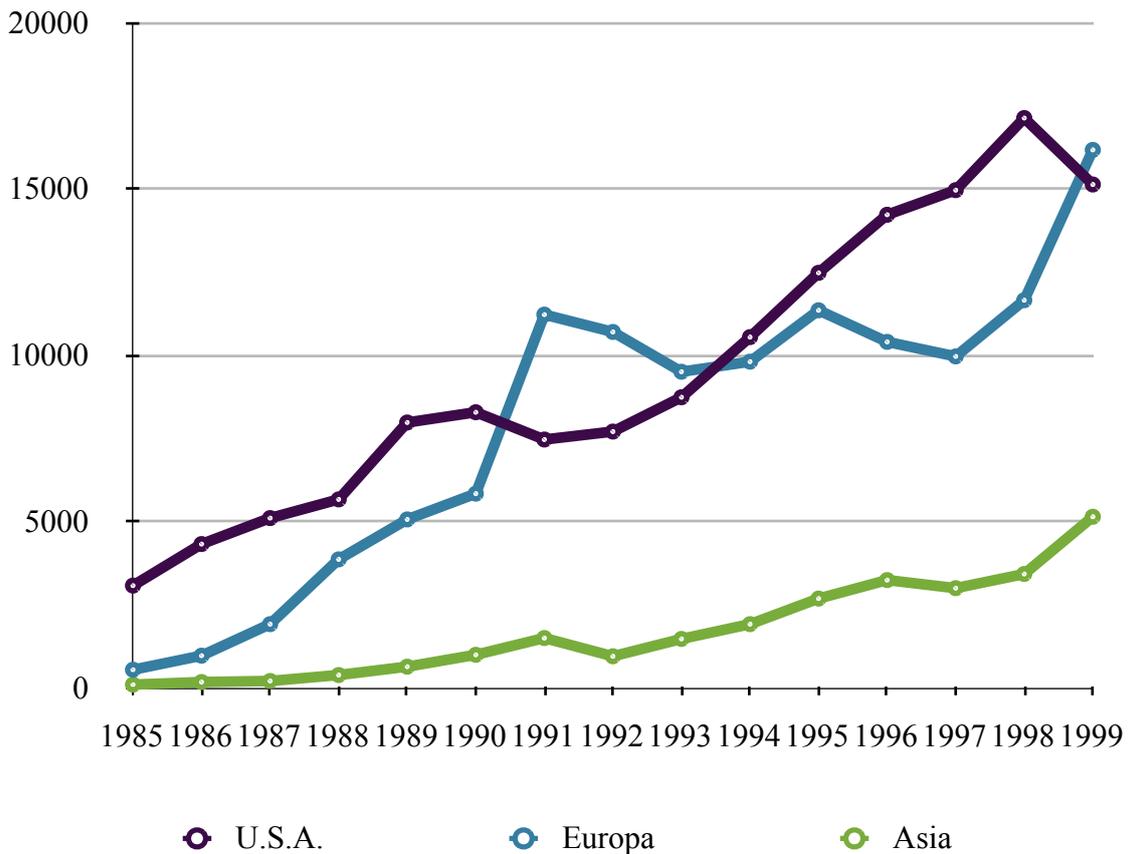
È importante sottolineare che l'ondata che caratterizzò gli anni fino al 2000 fu la prima di stampo internazionale. La quinta *merger wave* prese piede anche in Europa e nel 1999 il numero di operazioni superò quello degli Stati Uniti (tale attività si registrò particolarmente in Gran Bretagna, subito seguita da Germania e Francia); ma non solo, perché anche l'Asia fu parte del gran numero di operazioni di M&A a partire dal 1998. Un fenomeno iniziato negli Stati Uniti che, grazie ad un mercato ormai globale, ebbe effetti mondiali. Questo è il maggior tratto distintivo della c.d. quinta *merger wave* rispetto alle precedenti (vedi grafico 3).

Ebbero un ruolo di primo piano i compratori dei paesi emergenti in quanto molte società furono costituite da acquisizioni di società in settori privatizzati e da fusioni con piccoli concorrenti.

Come con le precedenti *waves*, anche quest'ultima ebbe fine quando l'economia statunitense entrò in crisi alla fine del 2000 e attraversò un periodo di recessione che durò circa otto mesi nel 2001.

¹⁸ Per la definizione di economia di scala si veda tra gli altri, CAROLI M., FONTANA F., *Economia e gestione delle imprese*, McGraw-Hill, Milano, 2009, pp. 95 e ss.

Grafico 3. Numero di operazioni durante la quinta merger wave: 1992-2000.



Fonte: BLACK B. S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, in *University of Miami Law Review*, Volume 54, 2000, p. 19.

f) la sesta merger wave: 2003-2008.

Una debole ripresa da questa breve recessione si ebbe con la reazione ai tragici eventi dell'11 settembre 2001, che ebbe inevitabili ripercussioni sull'economia. La *Federal Reserve* sostenne l'economia abbassando i tassi di interesse e ciò diede luogo ad una bolla speculativa nel settore del *real estate* di stampo internazionale accompagnata inoltre, dal 2005 in poi, da un ricorso eccessivo alle operazioni di LBO e di *private equity*. L'utilizzo di queste operazioni, unito ai bassi tassi di interesse, rese sempre più facile e appetibile il ricorso al prestito, ma nel 2007, con il manifestarsi della crisi dei mutui *subprime*, la limitazione della disponibilità finanziaria finì, ostacolando le operazioni di *private equity* e impedendo agli *Hedge funds*¹⁹ di finanziare nuove

¹⁹ Per la definizione di *Hedge fund* si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 791. Per una breve differenza tra *private equity* ed *Hedge funds* cfr. invece DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 27 e ss.

operazioni. La bolla speculativa scoppiò con ripercussioni su tutto il sistema economico mondiale e così la sesta, breve, *merger wave* giunse a termine.

Questa breve visione d'insieme delle cc.dd. *merger waves* sottolinea come, nel loro susseguirsi, esse abbiano dei punti in comune e delle differenze. Innanzitutto, è facile notare come ogni singola ondata sia caratterizzata da un particolare tipo di operazione giuridica (fusioni orizzontali, verticali, conglomerali, LBO, ecc.) inserita in un ben preciso contesto storico ed economico. Le *waves* giungono poi sempre a compimento con l'aumento del costo del capitale a seguito di crisi dell'economia, per poi tornare, con cadenza ciclica, al verificarsi di nuove condizioni favorevoli.

2. Tipologie di fusione: analisi sotto il profilo giuridico ed economico.

Vi sono almeno cinque differenti metodi per ottenere il controllo di una società:²⁰

- 1) *Merger*;
- 2) *Purchase of all*;
- 3) *Proxy contest*;
- 4) *Tender offer*;
- 5) *Negotiated o open market stock purchases*;

Il termine *merger*, in senso stretto, indica una procedura che coinvolge due o più società che fondendosi tutte in una sola - la quale "sopravvive" all'operazione - cessano di esistere. Tuttavia la parola *merger* non è usata sempre in senso tecnico ma, al contrario, viene spesso utilizzata in senso improprio come sinonimo di *acquisition*. L'espressione *merger & acquisition* (M&A) è sempre più usata per indicare, in generale, operazioni che consentono il trasferimento della proprietà o del controllo di una società.

Bisogna fare delle distinzioni: *acquisition*, o più precisamente *takeover*, è un termine generico per indicare un'operazione di acquisto di un ramo d'azienda della società

²⁰ Per un approfondimento delle diverse tipologie di acquisizione del controllo societario si veda BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 16 e ss., DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 77 e ss., KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 87 e ss.

bersaglio (c.d. *target*), ovvero l'acquisizione dell'intera *corporation*²¹, mentre il termine *merger* indica una ben precisa operazione²² distinta ed autonoma rispetto alla prima, la quale, tuttavia, può talora essere successiva ad una *acquisition*²³. Ciò nondimeno, malgrado le differenze, questi termini sono spesso usati come equivalenti.

Le operazioni di *merger* possono essere classificate, in prospettiva economica, in *horizontal mergers*, *vertical mergers* e *conglomerate mergers*²⁴.

La prima tipologia²⁵ si ha quando l'operazione coinvolge due società concorrenti ed ha spesso come risultato un incremento del potere di mercato di queste ultime, che possono arrivare a detenere un monopolio nel mercato di cui si tratta con effetti anticompetitivi idonei a falsare la concorrenza. L'utilizzo di questo metodo di combinazione societario è diffuso soprattutto nei mercati con un basso grado di regolazione, in cui le società spesso si affidano a tali strategie per crescere rapidamente.

Le *vertical merger* sono invece operazioni di M&A tra due società che operano a livelli diversi della filiera produttiva.

Infine la terza categoria di *merger*, dal punto di vista economico, riguarda l'acquisizione di società che non risultano come *competitors* sul mercato e non fanno parte della stessa filiera produttiva; si tratta, cioè, di operazioni non classificabili né di tipo orizzontale, né verticale²⁶. Questa tipologia di operazione si affermò, soprattutto intorno al 1960, quando l'inasprimento della disciplina *antitrust* pose un freno alle *horizontal* e alle *vertical mergers*.

²¹ Le *acquisition* si classificano in *public* e *private*, a seconda che la società *target* sia o meno una società con azioni quotate nei mercati finanziari. Inoltre si dividono anche in *friendly* e *hostile* in base alla reazione della società *target* alla presentazione della offerta da parte della società c.d. *bidder*.

²² I dettagli delle operazioni di *merger* saranno affrontati nei paragrafi 2.1. e ss. di questo capitolo.

²³ Come ad esempio le cc.dd. *two steps mergers*, cioè delle operazioni il cui *iter* procedimentale inizia con una *tender offer*, viene seguito e si conclude, con una c.d. *short-form merger*. Questa particolare tipologia di operazione composita, è trattata in dettaglio nel paragrafo 3.5. di questo capitolo dedicato alle *two steps freeze-out mergers*.

²⁴ Cfr. per una definizione di *horizontal*, *vertical* e *conglomerate merger* GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1078 e ss. Per approfondire ulteriormente gli aspetti economici delle *mergers* e l'*enforcement* del diritto *antitrust* statunitense, si rimanda, inoltre, alla dottrina citata nelle note nn. 10 e 11.

²⁵ Una delle più grandi *mergers* di tipo orizzontale è quella conclusa tra *Exxon* e *Mobil* nel 1998-99 per un valore di quasi 80 miliardi di dollari.

²⁶ Esempio di *conglomerate merger* è quella posta in essere da *Phillip Morris* nel 1985 con *General food*, nel 1988 con *Kraft* e *Nabisco* nel 2000.

Queste operazioni, contrarie al benessere del consumatore, sono oggetto della normativa *antitrust* che ha il compito di tutelare la concorrenza sui mercati²⁷.

Una operazione di *merger* può anche essere attuata in modi diversi che danno vita ad operazioni particolari e con risultati e scopi parzialmente differenti. Nei paragrafi che seguono approfondiremo le *statutory mergers*, le *consolidations*, le *freeze-outs mergers*, con i loro aspetti peculiari, e le *triangular mergers*. Tratteremo, infine, anche delle operazioni cc.dd. di *leverage* come il *leveraged buy out* e il *management buy out*.

2.1. (Segue): Le *statutory mergers* e le *consolidations*.

Una operazione di fusione nel diritto statunitense può essere realizzata in due diversi modi, ossia mediante:

- a) una *merger*²⁸ che, come accennato in precedenza, consiste nell'incorporazione delle società partecipanti alla fusione - che a tal fine cessano di esistere - in una di esse preesistente; ovvero
- b) una *consolidation*²⁹, ossia la fusione che comporta la costituzione di un nuovo ente associativo *ad hoc* nel quale si fondono due o più *corporations* e/o *organizations*³⁰ che cessano di esistere.

Finora, parlando delle operazioni di *merger*, ci siamo implicitamente riferiti ad una procedura che viene denominata *statutory merger* (detta anche *long-form merger*, per differenziarla dalle cc.dd. *short-form mergers* di cui parleremo più avanti) per indicare che la relativa disciplina è contenuta nei cc.dd. *statutes* o *codes*, emanati da Stati

²⁷ Per una breve analisi della normativa antitrust cfr. GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 107 e ss.

²⁸ Secondo la definizione data da GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1078, una *merger* è: “*The absorption of one organization (esp. a corporation) that ceases to exist into another that retains its own name and identity and acquires the assets and liabilities of the former. • Corporate mergers must conform to statutory formalities and usu. must be approved by a majority of the outstanding shares. — Also termed corporate merger*”.

²⁹ Si veda per una definizione di *consolidation* GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 351 che definisce tale operazione: “*The unification of two or more corporations or other organizations by dissolving the existing ones and creating a single new corporation or organization. — Also termed (with respect to corporations) consolidation of corporations.*”.

³⁰ Per una definizione cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1210, secondo cui “*organization. (15c) 1. A body of persons (such as a union or corporation) formed for a common purpose. — Also termed society.*”.

diversi, che ne regolano l'*iter* procedimentale e che, sebbene vi siano delle differenze, spesso presentano dei profili di analogia dovuti al fatto che la disciplina delle cc.dd. *mergers* è contenuta anche nel *Model Business Corporation Act* (in seguito, per brevità, MBCA).

Va subito chiarito che il MBCA, nonostante il nome, non è una legge in senso tecnico in quanto non è opera di un procedimento di normazione né statale, né federale, ma è frutto della attività di una commissione *ad hoc*, la *National Conference of Commissioners on Uniform State Law* (NCCUSL). Tale commissione fu fondata nel 1892 con lo scopo di fornire agli Stati le cc.dd. “leggi modello”, cioè una normativa puntuale e che porti chiarezza in settori del diritto particolarmente critici. Le “leggi uniformi”, per essere vigenti, devono prima essere ratificate dai singoli Stati con appositi *statutes* per renderle operative³¹.

Nel § 11 MBCA, intitolato “*MERGERS AND SHARE EXCHANGES*”, è contenuta la relativa disciplina. Tale “legge modello” ha reso molto simile il procedimento di *merger* in quasi tutti gli Stati Uniti.

Il § 11.02 MBCA si apre con una definizione generale dell'operazione³² e nei paragrafi successivi sono elencate le condizioni che il c.d. *plan of merger* deve contenere obbligatoriamente, nonché il rinvio alle eventuali disposizioni normative degli Stati dove le società partecipanti sono costituite³³.

Ancora, il § 11.04 MBCA pone, come ulteriore requisito, l'approvazione del *plan of merger* da parte del consiglio di amministrazione, e poi dall'assemblea degli azionisti di ciascuna delle società partecipanti all'operazione. Successivamente, entrambe le parti

³¹ Gli operatori che prestano la propria attività in questa associazione non-profit (conosciuta anche come *Uniform Law Commission - ULC*) devono far parte dell'*American Bar Association* (ABA). Ad oggi gli Stati che hanno adottato il MBCA sono: *Alabama, Alaska, Arizona, Arkansas, California, Colorado, Connecticut, Delaware, District of Columbia, Florida, Georgia, Hawaii, Idaho, Illinois, Indiana, Iowa, Kansas, Kentucky, Louisiana, Maine, Maryland, Massachusetts, Michigan, Minnesota, Mississippi, Missouri, Montana, Nebraska, Nevada, New Hampshire, New Jersey, New Mexico, New York, North Carolina, North Dakota, Ohio, Oklahoma, Oregon, Pennsylvania, Rhode Island, South Carolina, South Dakota, Tennessee, Texas, Utah, Vermont, Virginia, Washington, West Virginia, Wisconsin, Wyoming*. Per una descrizione più dettagliata della struttura e del lavoro della *Uniform Law Commission* si veda il sito Internet: <http://www.nccusl.org/>.

³² § 11.02 del MBCA descrive l'operazione in argomento: “*One or more domestic business corporations may merge with one or more domestic or foreign business corporations or eligible entities pursuant to a plan of merger; or two or more foreign business corporations or domestic or foreign eligible entities may merge into a new domestic business corporation to be created in the merger in the manner provided in this chapter.*”

³³ Per una analisi più approfondita cfr. il § 11.02. del MBCA.

devono dare esecuzione agli *articles of merger*³⁴ e depositarli presso il *Secretary of State*, adempimento con il quale l'operazione diventa produttiva di effetti (§ 11.06 lett. (b) MBCA)³⁵.

Nello Stato del *Delaware*³⁶, la disciplina delle cc.dd. *statutory mergers* è sancita nel Titolo 8, Capitolo 1, Sottocapitolo IX, § 251 lett. (a) - (e) della *Delaware General Corporation Law* (di seguito DGCL) e prevede un'operazione che permette a due o più società (costituite secondo la legislazione del *Delaware*) di fondersi in una sola entità che "sopravvive" alla fusione (la c.d. *surviving corporation*)³⁷.

Va premesso che il procedimento di fusione è di solito preceduto da una fase negoziale in cui le parti pongono le basi del c.d. *merger agreement* definitivo. Solitamente, in questa fase le parti stipulano diversi tipi di accordi: ad esempio un c.d. *confidentiality agreement*³⁸, un accordo nel quale le parti scambiano informazioni riservate al fine di poter valutare al meglio l'operazione con la promessa di non *disclosure*, cioè di non rivelare le informazioni "sensibili" di cui siano venute a

³⁴ Tale documento, ai sensi del § 11.06 lett. (a) MBCA, deve indicare:

"[...] (1) *the names of the parties to the merger or share exchange*;

1) *if the articles of incorporation of the survivor of a merger are amended, or if a new corporation is created as a result of a merger, the amendments to the survivor's articles of incorporation or the articles of incorporation of the new corporation*;

2) *if the plan of merger or share exchange required approval by the shareholders of a domestic corporation that was a party to the merger or share exchange, a statement that the plan was duly approved by the shareholders and, if voting by any separate voting group was required, by each such separate voting group, in the manner required by this Act and the articles of incorporation*;

3) *if the plan of merger or share exchange did not require approval by the shareholders of a domestic corporation that was a party to the merger or share exchange, a statement to that effect*; and

4) *as to each foreign corporation or eligible entity that was a party to the merger or share exchange, a statement that the participation of the foreign corporation or eligible entity was duly authorized as required by the organic law of the corporation or eligible entity*."

³⁵ Si consulti inoltre per maggiori dettagli sulla produzione di effetti dei documenti depositati presso l'ufficio del *Secretary of State*, il § 1.23. MBCA rubricato: "*EFFECTIVE TIME AND DATE OF DOCUMENT*."

³⁶ La scelta di scegliere come modello lo Stato del *Delaware* è dettata dal fatto che il suddetto Stato riveste un ruolo di supremazia in materia societaria a causa principalmente di due motivazioni: 1) l'elevatissimo numero di società americane ed estere costituite in *Delaware* grazie ad una normativa particolarmente agile ed alla particolare tutela riservata ai *managers*; e 2) la conseguente elevata specializzazione delle corti del *Delaware* nelle controversie in materia societaria. Ciò ha portato ad una competizione tra Stati e alla rispettiva corsa alla legislazione più favorevole per la costituzione di società e non solo (la c.d. *Delaware syndrome*). Più del 50% delle società statunitensi sono costituite nello Stato del *Delaware*. A tal riguardo si consulti il sito internet: <http://www.corp.delaware.gov/aboutagency.shtml>.

³⁷ Va precisato che, non sempre le società più piccole sono incorporate nella maggiore, ma spesso avviene il contrario, in tal caso si usa di dire che "*the minnow swallows the whale*".

³⁸ Per la definizione di tale documento, detto anche *nondisclosure agreement*, cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 339.

conoscenza; e ancora, una *letter of intent* (LOI)³⁹ nella quale vengono specificati i termini e le condizioni dell'*agreement of merger* definitivo, nella quale, cioè, viene delineata una struttura iniziale di tale documento e vengono spesso indicati, inoltre, anche i doveri delle parti durante la vigenza di questo documento fino alla c.d. *expiration date*, ossia il giorno in cui cesseranno gli effetti di tale “lettera”⁴⁰.

Come primo *step* del procedimento vero e proprio, i consigli di amministrazione di ciascuna delle società che intendono fondersi (e che prendono a tal fine il nome di *constituent corporations*) devono valutare l’opportunità e la validità del c.d. *agreement of merger*, il quale delinea tutti i dettagli e le modalità di attuazione dell’operazione in argomento e che, ai sensi della lett. (b) del § 251 DGCL, deve indicare:

- 1) i termini e le condizioni della *merger*;
- 2) le modalità per realizzare i termini e le condizioni stabilite nel *Merger Agreement*;
- 3) le caratteristiche del *certificate of incorporation* (detto anche *charter*, *corporate charter* o ancora, *articles of incorporation*)⁴¹ della società risultante dall’operazione, o le modifiche apportate al *certificate of incorporation* della *surviving corporation*;
- 4) il tasso di conversione delle azioni di cui siano titolari i soci di ciascuna delle società partecipanti a tale tipo di fusione destinate ad estinguersi (dette anche

³⁹ Si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 988.

⁴⁰ Per una descrizione più dettagliata delle fasi che precedono un *agreement of merger* si veda BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 56 e ss.; DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 172 e ss.; KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 30 e ss.; e BRUNER R. F., *Applied mergers and acquisitions*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2004, pp. 685 e ss.

⁴¹ Documento necessario per la costituzione di una *corporation* (anche se nel DGCL il termine viene utilizzato in senso generico; cfr. a tale fine il § 104 del DGCL) da depositare presso la *Division of Corporations* del *Department of State*. Il *certificate of incorporation* deve contenere le indicazioni di cui al § 102 del Titolo 8, del sottocapitolo 1 del DGCL, rubricato “*Contents of certificate of incorporation*”, secondo cui:

- a) *The certificate of incorporation shall set forth:*
 - (1) *The name of the corporation [...];*
 - (1) *The address [...];*
 - (2) *The nature of the business or purposes to be conducted or promoted [...];*
 - (3) *If the corporation is to be authorized to issue only 1 class of stock, the total number of shares of stock which the corporation shall have authority to issue and the par value of each of such shares, or a statement that all such shares are to be without par value. If the corporation is to be authorized to issue more than 1 class of stock, the certificate of incorporation shall set forth the total number of shares of all classes of stock which the corporation shall have authority to issue and the number of shares of each class and shall specify each class the shares of which are to be without par value and each class the shares of which are to have par value and the par value of the shares of each such class [...]*
 - (4) *The name and mailing address of the incorporator or incorporators [...]*
 - (5) *If the powers of the incorporator or incorporators are to terminate upon the filing of the certificate of incorporation, the names and mailing addresses of the persons who are to serve as directors until the first annual meeting of stockholders or until their successors are elected and qualify [...]*”.

Si veda inoltre GARNER BRYAN A. (a cura di), *op. cit.*, p. 256.

“*dissolving*” corporations). Le azioni di tali società potranno essere convertite in: azioni o in altri strumenti finanziari della società risultante dalla fusione e, in alternativa o in aggiunta, i loro possessori potranno ricevere in tutto o in parte, come corrispettivo, denaro, diritti di proprietà o strumenti finanziari;

1) qualsiasi altro dettaglio che serva a rendere completo ed esaustivo l’*agreement of merger*⁴².

Spesso in un *agreement of merger* è inserita una clausola che permette in qualsiasi momento - purché antecedente al deposito presso il *Secretary of State* dello Stato del *Delaware* ed al consolidarsi dei relativi effetti di definitività che ne conseguono - di risolvere l’*agreement* su iniziativa del consiglio di amministrazione di una società partecipante alla fusione, nonostante la già intervenuta approvazione dell’*agreement of merger* da parte della assemblea degli azionisti (questo istituto è detto *abandonment* o *termination*)⁴³.

Ancora, ai sensi della lett. (d) del § 251 del DGCL, può essere contenuta nell’*agreement of merger* un’ulteriore clausola che permetta ai consigli di amministrazione di modificarne alcune parti prima che esso, una volta depositato presso il *Secretary of State* del *Delaware*, cominci a produrre effetti ex § 103 del DGCL⁴⁴. Tuttavia, se l’emendamento è successivo alla ratifica da parte della assemblea, ciò può avvenire a condizione che non siano modificate determinate condizioni elencate nella norma, e precisamente:

1) l’ammontare o la classe di azioni, strumenti finanziari, denaro e diritti ricevuti come *consideration* per azioni possedute originariamente nella *constituent corporation*;

2) le caratteristiche del *certificate of incorporation* della società superstite che sono frutto dell’operazione di *merger*;

⁴² Cfr. per maggiore completezza cfr. il § 251 lett. (b) del DGCL. Si vedano inoltre per una dettagliata disamina, BRUNER R. F., *op. cit.*, pp. 691-693 e pp. 768-779, GAUGHAN P. A., *op. cit.*, p. 24. KENYON-SLADE S., *op. cit.*, p. 22.

⁴³ Inoltre, ai sensi del § 251 lett. (d) del DGCL, se l’*agreement of merger* è terminato successivamente al deposito presso l’ufficio competente, ma prima della produzione dei suoi effetti deve essere depositato un *certificate of termination of merger*, secondo le previsioni del § 103 del DGCL espressamente richiamato.

⁴⁴ Si veda § 103 DGCL rubricato: “*Execution, acknowledgment, filing, recording and effective date of original certificate of incorporation and other instruments; exceptions.*”.

1) le condizioni dell'*agreement* che possano ripercuotersi sfavorevolmente su qualsiasi classe di azionisti di ciascuna delle società partecipanti alla fusione⁴⁵.

Dopo che tale *merger agreement* è stato vagliato e adottato con una apposita delibera dal consiglio di amministrazione^{46 47} di ciascuna delle *constituent corporations* ed eseguito ai sensi del § 103 DGCL, il successivo passaggio del procedimento prevede, ex § 251 lett. (c) DGCL, che l'*agreement of merger* sia sottoposto all'assemblea annuale degli azionisti, ovvero ad una assemblea speciale indetta *ad hoc* per la discussione dell'*agreement* in questione⁴⁸. Nel caso di società con azioni quotate nei mercati regolamentati, saranno possibili:

⁴⁵ Precisa ancora il § 251 lett. (d) del DGCL, che se le modifiche al *merger agreement* intervengono, invece, successivamente al deposito presso il *Secretary of State*, ma prima che si esplichino gli effetti propri di tale deposito, deve, ex § 103 del DGCL, essere consegnato anche un apposito *certificate of amendment of merger*.

⁴⁶ È importante precisare che il consiglio di amministrazione deve effettuare la valutazione dell'*agreement of merger* secondo i doveri derivanti dall'applicazione del c.d. *duty of care*, cioè il dovere degli amministratori di agire con la dovuta diligenza nello svolgimento delle loro funzioni. Il *duty of care*, si suddivide ulteriormente in quattro distinti doveri: 1) *duty to monitor*, cioè il dovere di predisporre adeguati meccanismi per l'assunzione di informazioni sull'attività di gestione della società; 2) *duty of inquiry*, che indica il dovere degli amministratori di porre in essere delle opportune ricerche se siano venuti a conoscenza di fatti che potrebbero rivelarsi dannosi e vagliare la fondatezza di tali informazioni; 3) il *duty to make a reasonable decisionmaking process*, ossia adottare un corretto iter procedimentale per giungere alle decisioni; e infine, 4) il c.d. *duty to make a reasonable decision*, cioè il prendere decisioni ragionevoli. Si veda in materia di *duty of care* e *business judgment rule* il caso *Smith v. Van Gorkom* 488 A.2d 858 (Del. 1985), in cui la Corte Suprema del *Delaware* ritenne responsabili gli amministratori per *gross negligence*, in quanto, anche avendo assunto una scelta economicamente conveniente per la società, questa tuttavia, a causa delle modalità dell'*iter* decisionale non era stata adottata secondo i canoni di diligenza che devono informare le scelte degli amministratori, derivanti dal *duty of care*. Cfr. anche *Sealy Mattress Company of New Jersey, Inc. v. Sealy, Inc.* 532 A.2d 1324 (Del. Ch. 1987). Si veda inoltre a tal proposito *KENYON-SLADE S., op. cit.*, pp. 231 e ss.

⁴⁷ Ai sensi del § 141 lett. (c) del Titolo 8, capitolo 1, sottocapitolo IV del DGCL, gli amministratori non possono delegare tale funzione. La norma dispone che: "[...] *no such committee shall have the power or authority in reference to...adopting an agreement of merger or consolidation under § 251, § 252, § 254, § 255, § 256, § 257, § 258, § 263 or § 264 of this title [...]*".

⁴⁸ La notizia della data, del luogo e lo scopo della riunione assembleare devono essere comunicate - con allegato l'*agreement of merger* o un breve riassunto dello stesso - agli azionisti della società, sia se essi sono titolari di azioni con diritto di voto sia nel caso contrario, almeno venti giorni prima della data fissata per l'assemblea (§ 251 lett. (c) DGCL).

1) una raccolta di deleghe mediante la predisposizione del c.d. *proxy statement*⁴⁹ secondo la normativa dettata dalla sezione 14(a) del *Securities Exchange Act* del 1934⁵⁰; ovvero

2) la procedura di *written consent*, se permessa dall'atto costitutivo e dallo statuto delle società interessate (§ 228 DGCL)⁵¹.

Gli azionisti che si oppongono alla *merger* non sono senza protezione, ma sono tutelati dal cd. *appraisal right*, che rappresenta un diritto di *exit* per l'azionista che riceve in cambio delle proprie azioni un importo in denaro stabilito secondo *fair value*⁵².

Inoltre, va ulteriormente precisato che, in casi particolari, la norma prevede delle deroghe al requisito del voto degli azionisti delle *constituent corporations*. Queste ipotesi sono elencate nelle lett. (f) e (g) del § 251 DGCL.

Ai sensi della lett. (f) della *section* in esame, il voto da parte degli azionisti in assemblea non è richiesto quando l'atto costitutivo della società partecipante alla fusione, che sarà la *surviving corporation*, non richiede esplicitamente il voto per l'approvazione della *merger* e se sono rispettate le seguenti tre condizioni tassative:

1) l'*agreement of merger* non modifica in nessun aspetto l'atto costitutivo di ognuna delle società partecipanti alla fusione;

2) ogni singola azione delle *constituent corporations*, circolante immediatamente prima della data di entrata in vigore della fusione, rappresenterà la stessa quota delle azioni circolanti, o delle cc.dd. *treasury shares*⁵³ della società superstite dopo la data di efficacia dell'operazione; e, infine

⁴⁹ Documento con scopo informativo da utilizzare per la realizzazione di una c.d. *proxy solicitation*. Per una definizione dei suddetti termini cfr., GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, pp. 1346-1347. Si veda anche per una analisi del procedimento di *proxy solicitation*: BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 137 e ss.; DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, p. 51; GAUGHAN P. A., *op. cit.*, p. 87; KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 433 e ss.

⁵⁰ Per una breve disamina di tale legge federale si vedano GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1475; DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, p. 50 e ss.

⁵¹ Tale procedura per essere applicabile, deve anche essere, espressamente prevista dal diritto societario statale.

⁵² GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 117, definisce l'*appraisal remedy*: "*The statutory right of corporate shareholders who oppose some extraordinary corporate action (such as a merger) to have their shares judicially appraised and to demand that the corporation buy back their shares at the appraised value. — Also termed appraisal right; dissenters' right; right of dissent and appraisal.*". L'argomento sarà trattato più in dettaglio nei prossimi paragrafi, quando parleremo delle *freeze-outs mergers*.

⁵³ Sono definite tali, le azioni emesse da una società, che, dopo averle riacquistate, o vengono cancellate, o rimangono detenute dalla società stessa. Cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1553.

1) (a) non sono state emesse o consegnate, nell'ambito del *plan of merger*, né azioni ordinarie, né altri titoli o obbligazioni convertibili nelle suddette azioni, della *surviving corporation*; o (b) l'ammontare delle azioni autorizzate non ancora emesse, o le azioni proprie della società superstite da emettere o consegnare nelle modalità stabilite dal *plan of merger* - in aggiunta a quelle inizialmente emettibili in seguito alla conversione di eventuali altre azioni, titoli, o obbligazioni da emettere, secondo le previsioni del *plan* - non eccedono il venti per cento delle azioni ordinarie di tale società, circolanti immediatamente prima della data in cui l'operazione produrrà i suoi effetti.

Un'ulteriore deroga al requisito del voto assembleare degli azionisti di una *constituent corporation*⁵⁴ è disposta nella lett. (g) del § 251 DGCL quando si tratta di autorizzare una *merger* tra una società (c.d. *parent corporation*⁵⁵) e una sua controllata (c.d. *subsidiary corporation*⁵⁶) posseduta al cento per cento, direttamente o indirettamente, e se sono rispettate le seguenti condizioni:

- 1) la *parent corporation* e la *subsidiary corporation*, con le caratteristiche di cui sopra, siano le uniche due società partecipanti all'operazione di *merger*;
- 2) ciascuna azione o frazione di azione della *parent corporation*, circolante immediatamente prima della data in cui la *merger* produrrà i suoi effetti, sia convertita in azioni o uguali frazioni di azioni del capitale di una terza società, una

⁵⁴ Almeno che tale requisito non sia obbligatorio perché richiesto dal *certificate of incorporation* della società.

⁵⁵ Per una definizione si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 393 secondo il quale: "*parent corporation. (1893) A corporation that has a controlling interest in another corporation (called a subsidiary corporation), usu. through ownership of more than one-half the voting stock. — Often shortened to parent. — Also termed parent company.*".

⁵⁶ Una *subsidiary corporation* è "*A corporation in which a parent corporation has a controlling share. — Often shortened to subsidiary; sub.* (GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 394).

*holding company*⁵⁷, che abbia la stessa denominazione e gli stessi diritti, poteri, preferenze, qualifiche, limitazioni e restrizioni, al pari delle azioni del capitale della società *parent* convertite con la *merger*;

1) la società *holding* e la *parent* siano *corporations* dello Stato del *Delaware* e, inoltre, che la *subsidiary* rivesta anch'essa la forma di *corporation*, o al più, di *limited liability company* (LLC)⁵⁸ sempre costituita secondo la legislazione del *Delaware*;

2) l'atto costitutivo e lo statuto della *holding company* abbiano lo stesso identico contenuto dei suddetti documenti della società *parent* prima della efficacia dell'operazione di *merger*⁵⁹;

3) come risultato della fusione la *parent corporation* - o la sua *successor*⁶⁰ - diventi o rimanga una società controllata posseduta per intero, direttamente o indirettamente, della *holding company*;

4) gli amministratori della *parent corporation* diventino o rimangano amministratori della *holding company* nel momento in cui l'operazione di *merger* produce i suoi effetti;

⁵⁷ Tale termine, utilizzato in questo paragrafo del DGCL *means a corporation which, [...] was at all times a direct or indirect wholly-owned subsidiary of the constituent corporation and whose capital stock is issued in such merger. From and after the effective time of a merger adopted by a constituent corporation by action of its board of directors and without any vote of stockholders [...]: (i) to the extent the restrictions of § 203 of this title applied to the constituent corporation and its stockholders at the effective time of the merger, such restrictions shall apply to the holding company and its stockholders immediately after the effective time of the merger [...] (ii) if the corporate name of the holding company [...] is the same as the corporate name of the constituent corporation [...], the shares of capital stock of the holding company into which the shares of capital stock of the constituent corporation are converted in the merger shall be represented by the stock certificates that previously represented shares of capital stock of the constituent corporation and (iii) to the extent a stockholder of the constituent corporation [...] had standing to institute or maintain derivative litigation on behalf of the constituent corporation, nothing in this section shall be deemed to limit or extinguish such standing.*

⁵⁸ Per una definizione di questa tipologia societaria cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 319. Cfr., inoltre, per la disciplina di una *limited liability company* nello Stato del *Delaware*, il Titolo 6, Sottotitolo II, Capitolo 18: *LIMITED LIABILITY COMPANY ACT*.

⁵⁹ Precisa ulteriormente la norma che: “[...] *other than provisions, if any, regarding the incorporator or incorporators, the corporate name, the registered office and agent, the initial board of directors and the initial subscribers for shares and such provisions contained in any amendment to the certificate of incorporation as were necessary to effect a change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation of stock, if such change, exchange, reclassification, subdivision, combination, or cancellation has become effective [...]*”.

⁶⁰ Che secondo la definizione n. 2 di GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1569 è: “*A corporation that, through amalgamation, consolidation, or other assumption of interests, is vested with the rights and duties of an earlier corporation.*”

1) i c.d. *organizational documents*⁶¹ della società risultante dalla fusione contengano le stesse identiche disposizioni dell'atto costitutivo della società *parent* prima della efficacia della fusione⁶², a condizione comunque che:

(i) se gli *organizational documents* della *surviving corporation* non contengono le previsioni suddette, dovranno essere emendati, contestualmente alla *merger*, affinché contengano disposizioni richiedenti che:

(A) qualsiasi atto od operazione posto in essere dalla *surviving entity*⁶³, o che la coinvolga - che non siano l'elezione o la revoca degli amministratori o dei *managers*, di membri del *governing body* della *surviving entity*, che richiedono per la loro adozione l'approvazione degli azionisti o dei soci della società superstite - dovrà essere sottoposto all'approvazione degli azionisti della *holding company*^{64 65};

(B) qualsiasi modifica dei "documenti organizzativi" di una *surviving entity* che non riveste la forma di *corporation*⁶⁶ esige, inoltre, l'approvazione degli azionisti della *holding*⁶⁷; e

(C) le attività della *surviving entity*, che non sia una *corporation* devono essere gestiti da, o sotto la direzione di, un "[...] *board of directors, board of managers or other governing body consisting of individuals who are subject to the same fiduciary duties applicable to, and who are liable for breach of such duties to the same extent as, directors of a corporation subject to this chapter; [...]*"; e,

⁶¹ Ai sensi della norma in esame: "[...] *The term "organizational documents", [...] shall, when used in reference to a corporation, mean the certificate of incorporation of such corporation, and when used in reference to a limited liability company, mean the limited liability company agreement of such limited liability company. [...]*"

⁶² "[...] *(other than provisions, if any, regarding the incorporator or incorporators, the corporate name, the registered office and agent, the initial board of directors and the initial subscribers for shares and such provisions contained in any amendment to the certificate of incorporation as were necessary to effect a change, exchange, reclassification, subdivision, combination or cancellation of stock, if such change, exchange, reclassification, subdivision, combination, or cancellation has become effective) [...]*"

⁶³ Che non siano l'elezione o la revoca degli amministratori o dei *managers*, di membri del *governing body* della *surviving entity*, che richiedono per la loro adozione l'approvazione degli azionisti o dei soci della società superstite.

⁶⁴ "[...] *(or any successor by merger) [...]*".

⁶⁵ "[...] *by the same vote as is required by this chapter and/or by the organizational documents of the surviving entity; [...]*".

⁶⁶ "[...] *if adopted by a corporation subject to this chapter, be required to be included in the certificate of incorporation of such corporation [...]*"

⁶⁷ "[...] *(or any successor by merger), by the same vote as is required by this chapter and/or by the organizational documents of the surviving entity; [...]*".

(ii) gli *organizational documents* della *surviving entity* possono essere modificati durante l'operazione di fusione per:

(A) ridurre il numero di classi e azioni del capitale, o di partecipazioni, o di quote che la "entità" *surviving* è autorizzata ad emettere; e,

(B) eliminare qualsiasi disposizione autorizzata dal § 141 lett. (d), del Titolo 8, del DGCL⁶⁸;

8) gli azionisti della società *parent* non riconoscono profitti o perdite, come determinati dal consiglio di amministrazione, ai sensi della *federal income tax* degli Stati Uniti.

Infine, il *secretary* della società (o il suo assistente) dovrà certificare sull'*agreement of merger* che è stato adottato secondo le previsioni del § 251 lett. (g) DGCL e che sono state rispettate le previsioni normative di cui sopra. Seguirà il deposito *ex* § 103 DGCL con i relativi effetti. La certificazione del *secretary* della società non è necessaria se, in luogo dell'*agreement of merger*, è depositato presso il *Secretary of State* un *certificate of merger* o *consolidation*.

Tornando alla disciplina ordinaria, se l'*agreement* ottiene, in ciascuna delle società partecipanti all'operazione di *merger*, il voto positivo della maggioranza delle azioni circolanti con diritto di voto⁶⁹, tale risultato dovrà essere certificato dai *secretaries*⁷⁰ delle società sull'*agreement* stesso; e questo dovrà, successivamente, essere depositato secondo le modalità dettate dal § 103 del DGCL⁷¹ espressamente richiamato. In alternativa, la società superstite potrà depositare un c.d. *certificate of merger*⁷², perfezionato sempre secondo i criteri di cui al § 103 del DGCL, nel quale dovranno essere contenute le seguenti indicazioni:

⁶⁸ La *section* citata, rubricata: "*Board of directors; powers; number, qualifications, terms and quorum; committees; classes of directors; nonstock corporations; reliance upon books; action without meeting; removal.*" fa parte del sottocapitolo IV del DGCL dedicato ai *directors* e agli *officers*.

⁶⁹ La maggioranza delle azioni votanti è il requisito richiesto dalla legislazione del *Delaware* in esame; altri Stati richiedono *quorum* diversi, ad esempio, è richiesta una maggioranza di due terzi delle azioni circolanti con diritto di voto per l'approvazione del *merger agreement* nello Stato di New York (cfr. la *section* 903 del *New York Code*).

⁷⁰ O da un loro assistente.

⁷¹ Le dinamiche sono le stesse di quelle accennate per il deposito del *certificate of incorporation*, si veda pertanto *supra* la nota n. 41.

⁷² Nel caso in cui la società superstite preferisca optare del *certificate of merger* (o *consolidation*), non sarà necessaria la certificazione dei *secretaries* delle singole società partecipanti (o dei loro assistenti).

- 1) il nome e lo Stato di costituzione di ciascuna delle società partecipanti all'operazione;
- 2) la precisazione che l'*agreement of merger* è stato approvato da ogni *constituent corporation*;
- 3) il nome della *surviving corporation*;
- 4) le eventuali modifiche al *certificate of incorporation* della società risultante dalla fusione;
- 5) che l'*agreement*, reso esecutivo, è depositato presso un ufficio della società superstite; e infine,
- 6) che l'*agreement*, se richiesto, verrà esibito ad ogni azionista delle società *constituent* senza costi.

Come precedentemente accennato, l'*agreement of merger* deve specificare esattamente la natura della c.d. *merger consideration* (rapporto di cambio) che riceveranno gli azionisti delle *dissolving corporation* in cambio delle proprie azioni.

Ai sensi del § 251 lett. (b), n. 5 DGCL, il rapporto di cambio potrà consistere:

- a) in azioni, o altri titoli della società risultante dalla fusione⁷³; in tal caso tale operazione rientra nella previsione della *rule 145* lett. (a) del *Securities Act* del 1933, e quindi, prima della emissione delle suddette azioni, dovrà essere compilato e depositato presso la *Securities and Exchange Commission* (S.E.C.) il c.d. *form S-4 Registration Statement* per la registrazione delle nuove azioni da emettere⁷⁴; ovvero
- b) in una somma di denaro che la *surviving corporation* paga agli originari soci delle società partecipanti alla *merger*⁷⁵; ovvero ancora,
- c) gli azionisti possono ricevere in cambio delle proprie azioni, azioni o altri titoli, e conguagli in denaro.

In generale, comunque, la configurazione della *merger consideration* è molto flessibile in quanto può comprendere praticamente qualsiasi bene suscettibile di valutazione economica, e inoltre potrà essere offerta ai singoli azionisti la possibilità di

⁷³ Ed in tal caso l'operazione prenderà il nome di *long-form stock-for-stock merger*.

⁷⁴ Per una ancor più approfondita analisi di tale requisito si vedano GAUGHAN PATRICK A., *op. cit.*, p. 75 e ss. KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 41 e ss.,

⁷⁵ Questa operazione è detta invece *long-form cash-out merger*.

optare per differenti combinazioni di *consideration* mediante apposite clausole inserite nell'*agreement of merger*.

La società risultante dalla fusione dovrà, una volta terminata l'operazione, far fronte al rapporto di cambio, alle obbligazioni assunte e in generale a tutti le spese *post-merger*. A tal fine il § 260 del DGCL rubricato: "*Powers of corporation surviving or resulting from merger or consolidation; issuance of stock, bonds or other indebtedness.*" consente alla società superstite di emettere obbligazioni o altri titoli di debito con diverse peculiarità, allo scopo di poter effettuare l'operazione e a titolo di garanzia, per un ammontare, precisa la norma, "[...] *sufficient with its capital stock to provide for all the payments it will be required to make, or obligations it will be required to assume, in order to effect the merger [...]*".

Il *Delaware Code* stabilisce ancora la disciplina degli effetti propri di una *merger*. Secondo il § 259, lett. (a) del Titolo 8 del DGCL, quando l'operazione diventa produttiva di effetti, automaticamente, le *constituent corporations* si estinguono, integrandosi tutte in una di queste società che resta "superstite" all'operazione: la *surviving corporation*. Di conseguenza, quest'ultima diventa titolare di tutti i diritti, i poteri, i privilegi, ecc. che erano di competenza delle singole società partecipanti, ed inoltre graveranno sulla stessa tutte le responsabilità che in generale facevano capo alle singole società ormai scomparse.

Per i diritti vantati dal ceto creditorio, nonché per gli eventuali pegni costituiti sulle proprietà delle singole società partecipanti all'operazione, dovranno essere preservate le stesse condizioni antecedenti alla fusione. I debiti, le responsabilità e i doveri delle *constituent corporations* saranno traslati sulla società risultante dall'operazione, con la conseguenza che potranno essere esperite, nei confronti direttamente della *surviving corporation*, le azioni poste a tutela di tali posizioni.

Inoltre, una *merger* esplica degli effetti anche sui processi pendenti, siano essi civili, penali o amministrativi; in questi casi, indifferentemente dal ruolo di attore o di convenuto ricoperto dalla società, il processo deve proseguire come se la fusione non sia stata posta in essere, ovvero, se si preferisce, la *surviving corporation* risultante può subentrare in luogo della parte originaria del processo (§ 261 DGCL).

Un'azione⁷⁶ posta in essere da un azionista per conto della società è considerata come un bene appartenente alla *constituent corporation* che, in seguito alla fusione, verrà trasferito alla società risultante dall'operazione⁷⁷. Tuttavia, è necessaria, ex § 327 DGCL ("*Stockholder's derivative action; allegation of stock ownership.*"), l'attestazione che l'attore era azionista della società al momento dell'operazione per la quale si agisce in giudizio.

Non sempre, tuttavia, le fusioni si svolgono esattamente secondo le modalità sopra descritte e con lo stesso esito. Come accennato precedentemente, vi sono casi in cui le società partecipanti ad una fusione realizzano, piuttosto che una operazione di *merger*, una *statutory consolidation*. Questa tipologia di fusione - la cui disciplina è sempre contenuta nel § 11 del MBCA e nei §§ 251 lett. (a) - (b), e, da 259 a 261 del DGCL - è del tutto identica a quella dettata per una *statutory merger*, dalla quale, tuttavia, differisce solo per il risultato.

Infatti, mentre in quest'ultima le *constituent corporations* si fondono tutte in una sola società che "sopravvive" all'operazione, in una *consolidation* le società partecipanti si incorporano tutte in una nuova società costituita *ad hoc*, che nasce come risultato dell'operazione (la c.d. *consolidated corporation*, o *resulting corporation*, o ancora, *Newco.*).

Il procedimento, pertanto, si articola sempre nell'approvazione da parte del consiglio di amministrazione dell'*agreement of consolidation*, il cui contenuto è in parte uguale a quello dettato per l'*agreement of merger*, con l'ulteriore requisito che dovrà essere allegato l'atto costitutivo della c.d. *new corporation* (§ 251 lett. (b) n. 4 DGCL); seguirà, quindi, l'approvazione da parte degli azionisti.

Come visto in precedenza per le *mergers*, se l'*agreement* ottiene la maggioranza dei voti in assemblea in ciascuna delle società partecipanti, il *secretary* di ognuna di esse deve certificare su questo documento tale risultato, che sarà poi depositato presso il

⁷⁶ Si tratta con più precisione di una c.d. *derivative action*, ossia, secondo la definizione di GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 509 "[...] a suit asserted by a shareholder on the corporation's behalf against a third party (usu. a corporate officer) because of the corporation's failure to take some action against the third party. Also termed derivative suit; shareholder derivative suit; stockholder derivative suit; representative action."

⁷⁷ Cfr. sul punto, *Lewis v. Anderson*, 477 A.2d 1040 (Del. 1984); *Kramer v. Western Pac. Indus., Inc.*, 546 A.2d 348 (Del. 1988); *Merritt v. Colonial Foods, Inc.*, 505 A.2d 757 (Del. Ch. 1986).

Secretary of State o, in alternativa, la *resulting corporation* potrà depositare un *certificate of consolidation* secondo le modalità di cui al § 103 del DGCL.

Dal momento del deposito l'operazione produrrà gli effetti secondo le norme dettate dal § 259 DGCL rubricato: "*Status, rights, liabilities, of constituent and surviving or resulting corporations following merger or consolidation.*".

In conclusione, va sottolineato che la disciplina di *merger* e *consolidation* presenta l'inconveniente di richiedere molto tempo per la sua attuazione. Ciò è causato dalle tempistiche necessarie per la realizzazione di tutto l'*iter* richiesto⁷⁸: dal requisito del voto degli azionisti e della relativa convocazione assembleare, che a volte può provocare una cristallizzazione della procedura, ai tempi necessari per ottenere le eventuali autorizzazioni, richieste da parte di terzi, per il tipo societario partecipante alla fusione o per il tipo di attività da svolgere, portando tali operazioni a concludersi dopo circa un anno dall'inizio delle negoziazioni tra le società partecipanti all'operazione.

2.2. (Segue) *Statutory mergers* e *consolidations* tra *corporations* costituite in diversi Stati degli U.S.A. e tra *corporations* e altra forme associative: brevi cenni.

La legislazione del *Delaware* autorizza, inoltre, esplicitamente le operazioni di *merger* e *consolidation* tra società costituite secondo la propria normativa e società costituite invece in altri Stati, non necessariamente facenti parte degli Stati Uniti o nel *District of Columbia*, a condizione tuttavia che la legislazione di tali paesi permetta queste operazioni con società di Stati esteri (§ 252 del DGCL).

Ai sensi del § 252 DGCL, la *surviving corporation* potrà essere una qualsiasi delle società partecipanti alla *merger* indifferentemente dallo Stato di appartenenza, ovvero in una *consolidation*, una società costituita secondo la disciplina dettata dallo Stato di una delle *constituent corporation*, purché - precisa ancora il *Delaware Code* - il tutto sia in conformità con un *agreement of merger* o *consolidation* il quale deve indicare le condizioni *ex lett.* (b) della norma in esame.

⁷⁸ Si veda per un dettagliato programma, con i relativi tempi di una *long-form stock-for-stock merger*, KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 9 e 10.

Il successivo *step* prevede, poi, l'approvazione dell'*agreement* secondo le disposizioni vigenti nei rispettivi Stati di appartenenza e, nel caso del *Delaware*, si applicherà, naturalmente, la disciplina di cui al § 251 DGCL⁷⁹. Questa *section* è inoltre richiamata anche per gli adempimenti presso il *Secretary of State*. In questo caso è previsto un contenuto peculiare del *certificate of merger* o *consolidation*, il quale deve indicare:

- 1) il nome, lo Stato o la giurisdizione di costituzione di ciascuna delle società partecipanti alla operazione;
- 2) che un *agreement of merger* o *consolidation* è stato approvato ed eseguito da ciascuna delle *constituent corporations*;
- 3) il nome della *surviving* o della *resulting corporation*;
- 4) se si tratta di una operazione di *merger*, le modifiche apportate al *certificate of incorporation* della società *surviving* o, una dichiarazione attestante che l'atto costitutivo non è stato modificato dalla fusione;
- 5) in caso di una *consolidation*, invece, il *certificate of incorporation* della *Newco*. deve essere allegato al *certificate of consolidation*;
- 6) che l'*agreement of merger* è disponibile presso la sede della società risultante dall'operazione;
- 7) che una copia dell'*agreement of merger* o *consolidation* sarà reso disponibile gratuitamente, su richiesta, a qualsiasi azionista originario di una società *constituent*;
- 8) se la *surviving* o la *resulting corporation* è una società costituita secondo la normativa del *Delaware*, il capitale autorizzato di ciascuna delle *foreign constituent corporations*; e infine,
- 9) L'eventuale *agreement* richiesto dalla lett. (d) del § 252 DGCL;

Va ancora sottolineato che, se la *surviving corporation* o la società risultante dalla *consolidation* sono disciplinate secondo una normativa non dettata dallo Stato del *Delaware*, le stesse, comunque, potranno essere citate in giudizio nello Stato del *Delaware*; potrà essere esperita qualsiasi azione legale in tutti i tipi di procedimenti, per far valere qualsiasi obbligazione di ogni *constituent corporations* del *Delaware*, così come della società *surviving* o *resulting* frutto della *merger* o della *consolidation*, e per

⁷⁹ Per la relativa disciplina vedi *supra* il paragrafo 2.1.

esercitare il diritto di ogni azionista alla valutazione giudiziale della propria partecipazione come determinato nell'*appraisal right* di cui al § 262⁸⁰.

Il DGCL prosegue dettando le modalità del procedimento di *merger* o *consolidation* tra una o più società costituite secondo la normativa del *Delaware* (la norma a tal fine si riferisce a tali società come *domestic corporations*) e le c.d. *joint-stock companies*, le quali, secondo la definizione generica del *Black's law dictionary (9th Edition)*, sono: “1. *An unincorporated association of individuals possessing common capital, the capital being contributed by the members and divided into shares, of which each member possesses a number of shares proportionate to the member's investment [...]* 2. *A partnership in which the capital is divided into shares that are transferable without the express consent of the partners. — Also termed joint-stock association; stock association*”⁸¹. In apertura del § 254 DGCL, ne è data una definizione peculiare ai fini dell'operazione in esame⁸².

La norma in esame dispone che tutte le *corporations* possono effettuare una *merger* o una *consolidation* con una, o anche più, *joint-stock association*⁸³.

Al fine di attuare tale operazione, potrà essere adottata - come società risultante da una delle suddette operazioni - la forma della *corporation* ovvero della *joint-stock corporation*. Inoltre, quale che sia la decisione adottata, la nuova entità potrà perseguire o meno lo scopo di lucro, ed ancora, nel caso in cui la società *surviving* o la *resulting* assuma la forma di *corporation*, potrà avere carattere di *stock* o di *nonstock corporation*⁸⁴.

Per il resto, l'operazione è simile alle precedenti: dovrà essere approvato, a seconda dei casi, un *agreement of merger* o *consolidation*⁸⁵ secondo le modalità di cui al § 251

⁸⁰ Per approfondire ulteriormente la disciplina descritta da ultimo, si veda il § 252 lett. (d) del DGCL.

⁸¹ GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 319.

⁸² “[...] *The term "joint-stock association" as used in this section, includes any association of the kind commonly known as a joint-stock association or joint-stock company and any unincorporated association, trust or enterprise having members or having outstanding shares of stock or other evidences of financial or beneficial interest therein, whether formed by agreement or under statutory authority or otherwise, but does not include a corporation, partnership or limited liability company [...]*”;

⁸³ Con l'eccezione di, “[...] *joint-stock association formed under the laws of a state which forbids such merger or consolidation [...]*”.

⁸⁴ Si veda per le definizioni di tali forme societarie GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 393.

⁸⁵ Per il contenuto che l'*agreement* deve contenere, si consulti il § 254 lett. (c) del DGCL.

o, nel caso di *nonstock companies*, in conformità al § 255 del DGCL⁸⁶. Nel caso di *joint-stock associations*, dovranno essere utilizzate le modalità dettate dai propri *articles of association*⁸⁷. Seguirà il deposito presso il *Secretary of State* o, sempre presso quest'ultimo, il deposito, ai sensi del § 103 del DGCL richiamato dalla norma, di un *certificate of merger* o *consolidation*⁸⁸.

Conclude infine la lett. (f) della *section* in argomento, che la normativa ivi dettata non consente le operazioni di *merger* in cui prendano parte le *charitable nonstock corporation*, o le *charitable joint-stock association*, a meno che tali ultime tipologie “[...] *continue as the surviving corporation or joint-stock association.*”⁸⁹.

Continuando con l'analisi dell'*iter* procedurale delle operazioni di *mergers* e *consolidations* tra diverse tipologie di enti associativi costituiti nel *Delaware* e all'estero, i successivi §§ 255 e 256⁹⁰ del DGCL dettano, rispettivamente, la disciplina delle operazioni coinvolgenti le cc.dd. *nonstock companies*, sia costituite secondo la legislazione dello Stato del *Delaware*, sia tra queste ultime e le cc.dd. *foreign nonstock corporations*, ossia enti associativi assoggettati alla normativa di un altro Stato.

Gli *step* del procedimento sono praticamente identici a quelli visti per le altre fusioni, con le peculiarità dettate, di volta in volta, dalla tipologia dell'ente societario di cui si tratta⁹¹.

Particolare è la previsione della lett. (d) della *section* di cui si discute che sancisce il principio secondo il quale, se sono assenti i soci⁹² con diritto di voto nelle assemblee per

⁸⁶ Tale § è rubricato: “*Merger or consolidation of domestic nonstock corporations.*” e sarà trattato successivamente.

⁸⁷ Per la definizione di tale documento si veda GARNER BRYAN A. (a cura di), *op. cit.*, p. 128, secondo il quale è “*A governing document — similar to articles of incorporation — that legally creates a nonstock or nonprofit organization. — Often shortened (informally) to articles. — Also termed articles of organization.*”.

⁸⁸ Per i requisiti esatti che il *certificate of merger* o *consolidation* deve contenere cfr. il § 254 lett. (d) del DGCL.

⁸⁹ § 254 lett. (f) del DGCL.

⁹⁰ La normativa di cui al § 256 del DGCL, rubricato: “*Merger or consolidation of domestic and foreign nonstock corporations; service of process upon surviving or resulting corporation.*” è, salvo piccole differenze procedurali dovute alle forme societarie in argomento, identica alla disciplina *ex* § 252 del DGCL. Pertanto si veda *supra* tale disciplina e si cfr. anche il testo del § 256 del DGCL.

⁹¹ Si vedano a tal fine le lett. (a), (b), e (c), del § 255 del DGCL.

⁹² Diversi da quelli che rivestono anche la qualifica di *member* del *governing body* (§ 255 lett. (d) DGCL).

la elezione dei *members* del *governing body* o per la approvazione della *merger*, ma la delibera con cui è approvato l'*agreement of merger* o *consolidation* è stata comunque adottata dalla maggioranza dei componenti del *governing body*, tale fatto dovrà essere certificato nell'*agreement of merger* o *consolidation*⁹³ e non sarà necessario nessun ulteriore adempimento da parte del *governing body* o dei soci della società. Tale *section* si chiude con la stessa disciplina, vista in precedenza, per le *charitable nonstock corporations*.

In conclusione, anche con riferimento alla disciplina contenuta nel § 257 del DGCL - rubricato: "*Merger or consolidation of domestic stock and nonstock corporations.*" - e nel § 258 del DGCL - rubricato: "*Merger or consolidation of domestic and foreign stock and nonstock corporations.*" - il procedimento per giungere ad una *merger* o ad una *consolidation*, con i rispettivi effetti sulle diverse tipologie associative di cui si tratta, è sostanzialmente identico a quello analizzato in precedenza: stesso *iter* procedurale e gli stessi adempimenti richiesti. Si rimanda pertanto a quanto detto sopra e alla lettura delle *sections* del DGCL in esame.

3. Freeze-outs mergers: nozione, finalità e disciplina.

Una *freeze-out merger* è una fusione posta in essere dal socio di controllo al fine di escludere i soci di minoranza dalla società. Tale tipologia di fusione rientra nel più ampio *genus* delle cc.dd. *freeze-out transactions* ossia, in termini generali, operazioni mediante le quali l'azionista di maggioranza rileva tutte le azioni dei soci di minoranza, escludendoli dalla società, nonostante il loro opporsi a questa operazione⁹⁴.

⁹³ Tuttavia tale requisito non sarà necessario se, invece di tale certificazione, sarà depositato un *certificate of merger* o *consolidation* (§ 255 lett. (d) DGCL).

⁹⁴ Si vedano per una disamina sulle operazioni di *freeze-out merger* BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 103 e ss.; GAUGHAN P. A., *op. cit.*, p. 27, PINTA L., *The U.S. and Italy: controlling shareholders' fiduciary duties in freeze out mergers and tender offers*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2011, pp. 931 e ss.; SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts*, in *Yale Law Journal*, Volume 115, n. 1, 2005, pp. 8 e ss.; VENTORUZZO M., *Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals*, in *Virginia Journal of International Law*, 2010, pp. 841 e ss.

Queste operazioni prendono anche il nome di *going-private transactions* in quanto se poste in essere nei confronti di una società con azioni quotate comporterà, nella quasi totalità dei casi, il c.d. *delisting* della società⁹⁵.

Una operazione di *freeze-out* può essere attuata attraverso almeno quattro diverse tecniche⁹⁶:

i) l'*asset sales*⁹⁷, ossia un'operazione con la quale il consiglio di amministrazione e l'assemblea degli azionisti approvano la vendita di tutti, o comunque della maggior parte dei beni della società, in cambio di denaro o strumenti finanziari;

ii) il *reverse stock split*⁹⁸ è la tecnica attraverso la quale la società rileva tutte le azioni circolanti, per poi fare, in seguito ad una modifica dell'atto costitutivo, una nuova emissione con un numero minore di azioni di maggior valore, con il fine ultimo di eliminare i soci che, alla conclusione dell'operazione, non riusciranno ad avere in cambio neanche una sola azione;

iii) una *freeze-out merger* con la quale, come precedentemente accennato, il socio di controllo utilizza una *long-form merger* stabilendo, nel relativo *agreement of merger*, un cambio di azioni con denaro (per questo motivo è detta anche *cash merger* o *cash-out merger*⁹⁹) al fine di eliminare gli azionisti di minoranza. Tale operazione prende anche il nome di *one-step freeze-out*¹⁰⁰; e infine,

⁹⁵ Per uno studio sulle ragioni che spingono le società ad effettuare il *delisting* si veda KOENIG J. M., *A brief roadmap to going private*, in *Columbia Business Law Review*, 2004, pp. 509 e ss.

⁹⁶ Cfr. a tal riguardo EISENBERG M. A., *Corporate and Other Business Organizations, Cases and Materials*, 9th edition, Thomson West, 2005, pp. 1081 e ss. Tali operazioni sono anche dette *going-private transaction*, in quanto se posta in essere nei confronti di una società con azioni quotate, comporterà, nella quasi totalità dei casi, il c.d. *delisting* della società; cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 737 e p. 760.

⁹⁷ Per una più dettagliata disamina dell'operazione cfr. BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 51 e ss.; GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 135; GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 28 e ss.; KOENIG J. M., *A brief roadmap to going private*, in *Columbia Business Law Review*, 2004, pp. 538 e ss.

⁹⁸ Tale operazione è possibile nello Stato del *Delaware* grazie ai §§ 155 e 242 DGCL. Si veda inoltre per una breve descrizione di questa operazione DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 506 e ss.; KOENIG J. M., *A brief roadmap to going private*, in *Columbia Business Law Review*, 2004, pp. 537 e ss.; GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1555 che la descrive come “*A reduction in the number of a corporation's shares by calling in all outstanding shares and reissuing fewer shares having greater value.*”.

⁹⁹ Cfr. a tal fine GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1078, secondo il quale: “*cash merger. A merger in which shareholders of the target company must accept cash for their shares. — Also termed cash-out merger; freeze-out merger.*”

¹⁰⁰ Per lo studio delle *long-form merger*, si rimanda al paragrafo 2.1. dove è analizzata in dettaglio la disciplina dettata dal DGCL ex §§ 251 e ss.

iv) le *freeze-outs tender offers*, ossia operazioni poste in essere sempre dal socio di controllo al fine di conseguire il medesimo risultato sopra indicato ma, a differenza delle precedenti, si articolano in due fasi (per questo motivo, tale operazione è anche detta *two-steps transaction*): 1) una offerta pubblica di acquisto sulle azioni circolanti di una società (*tender offer*), seguita da 2) una *short-form merger*¹⁰¹.

Va ulteriormente precisato che il termine *freeze-out* è spesso utilizzato come sinonimo di un'altra operazione, che prende il nome di *squeeze-out*. Sebbene, quindi, tali operazioni siano sempre più accomunate, ed entrambe sortiscano l'effetto ultimo di escludere i soci di minoranza dalla società, tuttavia esse non sono identiche.

Con esattezza, si definisce *freeze-out*¹⁰², come già accennato in precedenza, una tecnica mediante la quale l'azionista di maggioranza elimina dalla società tutti gli azionisti di minoranza, attraverso l'utilizzo di una *merger* o di altre tecniche di acquisizione.

Per quanto riguarda invece la nozione di *squeeze-out*¹⁰³, è possibile ricavarla, ad esempio, dal caso *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*¹⁰⁴, ove i giudici chiariscono, in una nota in calce (*footnote* n. 1), che tale operazione si ha quando la società A, la quale detiene una partecipazione di controllo nella società B, eserciti il proprio potere:

- a) per incorporare quest'ultima mediante una operazione di fusione, ovvero,
- b) per fondere la società B, con una propria società *subsidiary* interamente posseduta.

Ciò nondimeno, qualunque sia il meccanismo utilizzato, alla fine gli azionisti della società B saranno obbligati a cedere le azioni di cui sono titolari e, conseguentemente, verranno esclusi dalla società.

Analizzando dunque le due nozioni su esposte, è facile notare che le operazioni di *freeze-out* e di *squeeze-out* non sono propriamente uguali, ma si pongono in una relazione di *genus a species*; pertanto, una *squeeze-out* è una *species* nel più ampio

¹⁰¹ Per una disamina delle *freeze-out merger* e delle *freeze-out tender offer* si veda, tra i tanti, FURLOW C. W., *Back to basics: harmonizing Delaware's law governing going private transactions*, in *Akron Law Review*, 2007, pp. 85 e ss.

¹⁰² Cfr. *Mullen v. Academy Life Ins. Co.*, 705 F.2d 971 (8th Cir. 1983) dove la corte afferma che: "[...] A "freezeout" occurs when the majority stockholders of a corporation eliminate all minority stockholders either through merger or some other mechanism [...]"; si cfr. anche *Abbey v. Montedison S.p.A.*, 143 Misc. 2d 72, 539 N.Y.S.2d 862 (Sup 1989).

¹⁰³ Si vedano anche AA.VV., *American Jurisprudence*, 2nd Edition, Corporation, Thomson West, 2012, § 2197 e GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1534.

¹⁰⁴ *Schreiber v. Burlington Northern, Inc.*, 472 U.S. 1, 1 n.1 (1985).

genus delle operazioni usate dal socio di maggioranza, al fine di tagliare fuori gli azionisti di minoranza: operazioni cc.dd., per l'appunto, *freeze-outs*¹⁰⁵.

Malgrado ciò, il termine *squeeze-out* nel linguaggio comune - e, a volte, anche in quello legale - continua ad essere usato in maniera impropria.

Le operazioni di *freeze-outs* non erano inizialmente possibili in quanto, secondo le prime disposizioni di diritto societario, per l'approvazione di una *merger* era necessaria l'unanimità degli azionisti e ciò costituiva, da un lato, una tutela per i soci di minoranza, ma comportava, dall'altro, un blocco per le operazioni straordinarie.

Tuttavia la situazione mutò quando, dal 1800 in poi, quasi tutti gli Stati optarono per una procedura più snella, che richiedeva, per l'attuazione di operazioni del genere, il voto favorevole della maggioranza delle azioni circolanti. Altri Stati, invece, abbandonarono il requisito dell'unanimità, ma richiesero delle maggioranze rafforzate¹⁰⁶. In tal modo, per gli azionisti di minoranza era ancora possibile contrastare il socio di controllo e salvaguardare la propria partecipazione nella società.

In seguito a questa evoluzione normativa, la Florida, intorno alla metà degli anni '20, fu il primo Stato che introdusse la disciplina delle *freeze-outs mergers* e successivamente, tra il 1950 e il 1960, sia il *Delaware* che il *MBCA* dettarono la propria disciplina delle operazioni di *freeze-outs*. Da tale momento in poi il ricorso a tali operazioni aumentò esponenzialmente, creando anche diverse sfaccettature della stessa tecnica per l'acquisizione del controllo.

Dunque, il socio di controllo che ha la maggioranza richiesta per approvare una fusione può, da solo, dar luogo alle operazioni in argomento, costringendo i soci di minoranza ad accettare le clausole dell'*agreement of merger*, con il relativo pagamento del valore delle azioni in esso indicato.

3.1. L'individuazione del *controlling shareholder*.

¹⁰⁵ Rientrano ancora nell'ampio spettro delle operazioni di *freeze-outs* le cc.dd. *triangular* e le *reverse triangular mergers*, che saranno analizzate nel paragrafo 3.6. di questo capitolo.

¹⁰⁶ Si veda a tal fine il paragrafo 2.1. nota n. 39.

Per lo studio della disciplina delle operazioni di *freeze-outs mergers* è quindi importante, *in primis*, capire quando un'azionista possa essere definito "di controllo"; e va, successivamente, sottolineato che tale individuazione non è fine a se stessa, ma è importante anche al fine della imposizione allo stesso di doveri fiduciari (i cc.dd. *fiduciary duties*) nei confronti degli azionisti di minoranza¹⁰⁷.

Il c.d. *controlling shareholder*¹⁰⁸ è un azionista (ma può anche essere un gruppo, più o meno piccolo, di soci) che, generalmente, grazie al suo potere all'interno della società, può eleggere la maggioranza degli amministratori e può influenzare le attività della società stessa; ciò avviene perché è titolare di una partecipazione di maggioranza (ossia, oltre il 50% delle azioni circolanti), ovvero perché, detenendo una percentuale minore di azioni in una società, il cui capitale azionario è particolarmente frammentato, riesce in ogni caso ad esercitare la sua influenza sulle scelte societarie e ad indirizzare il comportamento della società.

A tal proposito, ad esempio, secondo i *Principles* redatti dall'*American Law Institute* (ALI)¹⁰⁹, e precisamente il § 1.10 (b), sussiste la presunzione secondo cui il socio che detiene una quota di azioni di oltre il 25% delle c.d. *voting stock* abbia il controllo della società.

Come osserva, ancora, la Corte di Appello dell'*Oregon*, nel noto caso *Locati v. Johnson*¹¹⁰ del 1999, un azionista di controllo, affinché sia gravato dai doveri fiduciari, deve essere: "[...] (1) an individual who owns a majority of the shares or who, for other reasons, has domination or control of the corporation or (2) a member of a small group of shareholders who collectively own a majority of shares or otherwise have that domination or control. [...]".

È dunque evidente, dagli esempi analizzati, che tale determinazione non può dipendere soltanto dall'ammontare delle azioni detenute dal socio in questione ma,

¹⁰⁷ Per una dettagliata disamina sull'applicazione dei *fiduciary duties* al *controlling shareholder* si vedano SEGATO L., *A comparative analysis of shareholder protections in Italy and the United States: Parmalat as a case study*, in *Northwestern Journal of International Law and Business*, 2006, pp. 411 e ss.

¹⁰⁸ Cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1500.

¹⁰⁹ Si veda *American Law Institute, Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (1994). L'*American Law Institute* (ALI) è una organizzazione indipendente fondata nel 1923 con lo scopo pubblicare articoli di approfondimento per migliorare, chiarire ed in generale perfezionare la legislazione statunitense. Per maggiori dettagli su questa organizzazione e sulla sua attività, si consulti il sito: <http://www.ali.org/index.cfm?fuseaction=about.overview>.

¹¹⁰ *Locati v. Johnson*, 160 Ore. App. 63 (Or.App. 1999).

soprattutto, dal fatto che si possa o meno configurare tra il suddetto azionista e il consiglio di amministrazione della società, un rapporto *de facto* di *agency*¹¹¹.

Proprio per il potere che esercita, graveranno sull'azionista di maggioranza dei doveri fiduciari (*fiduciary duties*) nei confronti dei soci di minoranza¹¹²; come stabilito, ad esempio, nel caso *Singer v. Magnavox*¹¹³ “[...] *controlling shareholders owe their corporation and its minority shareholders a fiduciary obligation of honesty, loyalty, good faith and fairness. [...]*” e quindi, in caso di una controversia, incomberà sullo stesso l'onere di dimostrare l'*entire fairness*¹¹⁴ dell'operazione posta in essere¹¹⁵.

Anche nello Stato del *Delaware*, la nozione di *controlling shareholder* è pressoché uguale a quelle appena menzionate, e può essere ricavata dallo studio di una serie di sentenze in materia.

Per citarne soltanto alcune, nel caso *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*¹¹⁶, ad esempio, i giudici statuirono che era considerato azionista di controllo il socio che deteneva oltre il 50% delle azioni con diritto di voto, ovvero colui che, anche se titolare di una partecipazione minore, era in grado di esercitare, in ogni caso, il controllo sulle decisioni societarie. Da tale esempio, si deduce, quindi, che, questa nozione includeva, il “[...] *de jure control and de facto control [...]*”¹¹⁷.

Secondo le Corti del *Delaware*, però, non sempre lo *standard* dell'*entire fairness* può essere applicato all'azionista che esercita il proprio controllo sulla società. Inizialmente,

¹¹¹ A tal riguardo GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 70 definisce il rapporto di *agency*: “[...] *A fiduciary relationship created by express or implied contract or by law, in which one party (the agent) may act on behalf of another party (the principal) and bind that other party by words or actions [...]*”. Per una analisi del rapporto di agenzia, si consulti BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 104 e ss.

¹¹² *Southern Pacific Co. v. Bogert*, 250 U.S. 483, 487-88 (1919): “[...] *The majority has the right to control; but when it does so, it occupies a fiduciary duty toward the minority; as much so as the corporation itself or its officers or directors [...]*”. Per una approfondita analisi sul tema si veda SIEGEL M., *Going private: three doctrines gone astray*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2008, pp. 399 e ss.

¹¹³ *Singer v. Magnavox*, 380 A.2d 969, 976-77 (Del. 1977). Si veda inoltre sul punto *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, 428-29 (Del. 1997).

¹¹⁴ È lo *standard*, secondo il quale, affinché una operazione sia corretta l'azionista di maggioranza deve dimostrare che la stessa è stata posta in essere prestando attenzione a che l'operazione sia conforme al *fair dealing* e al *fair price*. Il Primo concerne le modalità delle procedure negoziali. Inerente al *fair dealing* è il *duty of loyalty* (per una definizione di *duty of loyalty* si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 581). Il *fair price* concerne invece i termini dell'accordo.

¹¹⁵ Anche se naturalmente, graverà invece sull'attore, l'onere iniziale della prova mediante il quale si dimostrino le ragioni per invocare il *test* dell'*entire fairness*.

¹¹⁶ Cfr. *Ivanhoe Partners v. Newmont Mining Corp.*, 535 A.2d 1334 (Del. 1987).

¹¹⁷ Si consulti al riguardo *Solomon v. Armstrong*, 747 A.2d 1098, 1116 n.53 (Del.Ch. 1999).

ad esempio, nel caso *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.*, nel 1952 i giudici ritennero che il socio, che esercitava *de jure* o *de facto* il controllo sulla società, avesse sempre l'onere di provare che l'operazione posta in essere fosse *fair* nei confronti dei soci di minoranza, in quanto occupava una “[...] *fiduciary position* [...]”¹¹⁸ nei confronti di questi ultimi¹¹⁹. La posizione assunta dalle Corti, qui richiamata, fu ripresa dai giudici del *Delaware* in altre decisioni, che rappresentano delle vere e proprie pietre miliari per l'argomento di cui si discute.

Tuttavia, tra il 1960 e il 1970, con l'ulteriore incremento delle operazioni di *freeze-outs* e con un sostanziale calo del mercato azionario, tale radicale posizione dei giudici mutò nelle successive decisioni¹²⁰. La prima reazione provenne dalla SEC, la quale emanò la *Rule 13e-3*, che richiedeva, al socio di controllo, una *disclosure* molto dettagliata al fine di informare al meglio gli azionisti di minoranza¹²¹.

Per quanto riguarda i singoli Stati invece, sempre in *Delaware*, nei casi *Stauffer v. Standard Brands Inc.*¹²² e *David J. Green & Co. v. Schenley Industries, Inc.*¹²³ i giudici affermarono che, nel caso in cui i soci di minoranza avessero ricevuto denaro in cambio delle proprie azioni, sarebbero stati tutelati, ai sensi del § 262 DGCL, dal c.d. *appraisal right*, qualora la *consideration* ricevuta non fosse, effettivamente, *fair*; di conseguenza, la regola per la applicazione dell'*entire fairness* entrava in gioco soltanto nel caso in cui l'operazione, posta in essere dal socio di controllo per escludere gli azionisti di minoranza, fosse viziata da frode o atti illeciti.

¹¹⁸ *Sterling v. Mayflower Hotel Corp.* 93 A.2d 107, 109-110 (Del. 1952).

¹¹⁹ Si veda sulla stessa posizione delle Corti del *Delaware* il caso *Gottlieb v. Heyden Chem. Corp.*, 91 A.2d 57 (Del. 1952).

¹²⁰ Proprio in questo periodo, gli azionisti di controllo approfittarono della situazione per eliminare dalle società i soci di minoranza. Si veda a tal riguardo *Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 351 A.2d 570, 573 (Del. Ch. 1976), la quale fu riesaminata in altro grado nel 1977.

¹²¹ Cfr. SUBRAMANIAN G., *op. cit.*, p. 10 secondo il quale “[...] *Under this Rule, a controlling shareholder must make extensive disclosures to the minority in conjunction with a freezeout transaction [...] including the purpose of the transaction (and why alternative methods for achieving the same purpose were rejected), a summary of the investment banker's fairness opinion, and financial information such as current and historical market prices [...]*”. Si consultino inoltre i siti internet: <http://www.sec.gov/answers/gopriv.htm> e <http://www.sec.gov/divisions/corpfin/guidance/13e-3-interps.htm>.

¹²² *Stauffer v. Standard Brands Inc.* 187 A.2d 78 (Del. 1962).

¹²³ *David J. Green & Co. v. Schenley Industries, Inc.* 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971).

Concludendo, va detto che, per converso, laddove in uno Stato siano richieste delle maggioranze rafforzate (la c.d. *supermajority*) per l'approvazione di tali operazioni¹²⁴, sebbene un socio detenga una partecipazione di maggioranza (ossia oltre il 50% delle azioni con diritto di voto), ma comunque, inferiore alla soglia fissata, non vi sarà una situazione di controllo della società e di conseguenza non si applicherà la relativa disciplina in materia¹²⁵.

3.2. L'evoluzione degli *standards* utilizzati dalle Corti del *Delaware* per valutare le operazioni di *freezeout merger*.

Lo *standard* da applicare a protezione degli azionisti di minoranza in una *freezeout merger* è stato oggetto di un lungo ed articolato processo di sviluppo, che ha visto le proprie tappe fondamentali in alcuni noti casi giurisprudenziali affrontati dalle Corti del *Delaware*.

Nel caso *Weinberger v. UOP*¹²⁶ del 1983, l'attore *William Weinberger* intentò una azione legale nei confronti di *UOP Inc.* e del socio di controllo di questa, *Signal Companies, Inc*¹²⁷. - che aveva cercato di escludere i soci di minoranza tramite una operazione di *cash-out merger* - con l'accusa che il prezzo pagato da quest'ultimo per le azioni non era *fair* per la minoranza.

La *Supreme Court* del *Delaware*, innanzitutto, rilevò che la procedura da applicare per valutare tale operazione era lo *standard* dell'*entire fairness*. La Corte Suprema chiarì definitivamente gli elementi che compongono l'*entire fairness*, e precisamente: (i) il *fair dealing* che “[...] embraces questions of when the transaction was timed, how it was initiated, structured, negotiated, disclosed to the directors, and how the approvals of the directors and the stockholders were obtained [...]” e (ii) il *fair price*, che,

¹²⁴ Come ad esempio quanto previsto nello Stato di *New York*.

¹²⁵ Si cfr. sull'argomento *Gould v. Rufenacht*, 471 U.S. 701 (1985).

¹²⁶ *Weinberger v. UOP*, 457 A.2d 701 (Del. 1983).

¹²⁷ La quale deteneva una partecipazione del 50.5%.

secondo la Corte “[...] *relates to the economic and financial considerations of the proposed merger, including all relevant factors [...]*”.

La Corte concluse, quindi, tale indagine specificando che entrambi gli elementi appena citati dovessero essere esaminati nel loro complesso.

Fatte le opportune precisazioni, nel caso di specie la Corte non riscontrò la sussistenza degli elementi dell’*entire fairness*. Essa precisò, inoltre, che il risultato sarebbe stato differente se UOP avesse nominato un comitato *ad hoc* formato da amministratori indipendenti per negoziare, con *Signal Companies, Inc*, i termini dell’operazione¹²⁸.

Tale ultima affermazione della Corte rappresenta un punto di svolta epocale per le operazioni di *freezeout merger*. Da tale momento in poi, infatti, in queste operazioni fu sempre presente uno *Special Committee of independent outside directors* (SC)¹²⁹.

Tuttavia, dal meccanismo degli SC introdotti nell’era *post Weinberger*, nacquero nella dottrina e nella giurisprudenza statunitense delle opinioni contrapposte. Da un lato si affermava che, in realtà, uno SC non era indipendente dal *controlling shareholder*¹³⁰, mentre dall’altro lato gli SCs erano considerati troppo indipendenti rispetto all’azionista di controllo.

Con il caso *Weinberger v. UOP*, tuttavia, la Corte lasciò senza risposta alcune questioni; una delle più controverse era il tipo di comportamento che le Corti dovevano adottare riguardo a *freezeout merger* approvate mediante l’utilizzo di uno SC.

Tali incertezze provocarono, tra la fine degli anni ’80 e i primi anni ’90, una divisione nelle decisioni delle Corti del *Delaware*. Secondo alcune posizioni,

¹²⁸ Per un approfondimento sul caso in esame si veda EISENBERG MELVIN. A., *op. cit.*, pp. 1083 e ss.

¹²⁹ Cfr. per una analisi di tale tematica CHAPMAN J. A., JAMES W. B., *The use of special committees in merger and acquisitions*, in *Texas Journal of Business Law*, 2008, pp. 325 e ss., SUBRAMANIAN G., *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory, Evidence & Policy*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, n. 472, 2004; Harvard PON Working Paper, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=530284> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.530284>, pp. 5 e ss.

¹³⁰ Fu proprio in questa occasione che fu coniata, per descrivere l’azionista di controllo, l’espressione “800-pound gorilla”. Si veda a tal riguardo, STRINE L. E. Jr., *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2002, pp. 509, secondo il quale: “[T]his strain of thought was premised on the notion that when an 800-pound gorilla wants the rest of the bananas, little chimpanzees, like independent directors and minority stockholders, cannot be expected to stand in the way, even if the gorilla putatively gives them veto power.”. Cfr. Inoltre, sul tema, il caso *Kahn v. Tremont Corp.*, 694 A.2d 422, 428 (Del. 1997), dove i giudici affermarono che “[...] *Entire fairness remains applicable even when an independent committee is utilized because the underlying factors which raise the specter of impropriety can never be completely eradicated and still require careful judicial scrutiny.*”

l'approvazione dell'operazione da parte di uno SC comportava il cambiamento dello *standard* per la valutazione giudiziale dell'operazione dall'*entire fairness* alla *business judgment review*¹³¹. Altro filone di pensiero riteneva che, in tali ipotesi, si verificasse soltanto una inversione dell'onere della prova dell'*entire fairness* dal convenuto (*defendant*) sull'attore (*plaintiff*)¹³².

Successivamente altri due importanti casi contribuirono ad affinare le posizioni delle Corti del *Delaware* con riguardo alle operazioni di *freezeout merger*.

Il primo di questi fu *Kahn v. Lynch Communication Sys.*¹³³. In questa fattispecie l'azionista di controllo di *Lynch Communication Sys - Alcatel*¹³⁴ - tentò di porre in essere un'operazione di *freezeout* per escludere gli azionisti di minoranza di *Lynch*. Come da prassi consolidata successivamente al caso *Weinberger*, il consiglio di amministrazione di *Lynch* istituì uno SC per le negoziazioni con *Alcatel*.

Una serie di proposte da parte di *Alcatel* furono continuamente rifiutate dallo SC in quanto ritenute non idonee. Quest'ultimo cedette però quando *Alcatel* minacciò di procedere, in ogni caso, con una c.d. *unfriendly tender offer* ad un prezzo ancora più basso.

Gli azionisti di minoranza di *Lynch*, dunque, agirono in giudizio chiedendo l'accertamento dell'*entire fairness* dell'operazione.

A tal riguardo, la Corte Suprema del *Delaware* statuí che nel caso di specie lo SC non aveva "*the power to say no*"¹³⁵. I giudici statuirono, quindi, che in un'operazione posta in essere correttamente con uno SC, l'onere di provare l'*entire fairness*¹³⁶

¹³¹ Si veda, tra i tanti, il caso *In Re Trans World Airlines, Inc. Shareholders Litigation* Civ. A. No. 9844, 1988 WL 111271, at *7 (Del. Ch. Oct. 21, 1988).

¹³² Per tale posizione cfr. *Citron v. E.I. Du Pont de Nemours & Co.* 584 A.2d 490, 504-10 (Del. Ch. 1990) e *Rabkin v. Olin Corp.* 586 A.2d 1202 (Del. 1990).

¹³³ *Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d 1110 (Del. 1994).

¹³⁴ Va precisato che *Alcatel* deteneva una partecipazione del 43.3% dell'intero capitale azionario e non era, dunque, qualificabile "di controllo" in base alla percentuale delle azioni possedute, ma piuttosto - ritenne la Corte Suprema - perché, in questa specifica situazione, influenzava ed indirizzava di fatto le scelte del *board*.

¹³⁵ *Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d 1119-20 (Del. 1994).

¹³⁶ La Corte nel caso in esame precisò ulteriormente che lo *standard* dell'*entire fairness* "[...] is the only proper standard of judicial review [...]". (*Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d 1117 (Del. 1994)).

dell'operazione deve essere traslato “[...] *from the controlling or dominating shareholder to the challenging shareholder-plaintiff.*”^{137 138}.

Altra decisione al riguardo concerne il caso *Rosenblatt v. Getty Oil*¹³⁹, dove la *Supreme Court* ritenne che l'approvazione da parte della maggioranza della minoranza dei soci (la c.d. *MOM condition*, ossia la “*majority of minority*”) non consente di sostituire l'*entire fairness review* con la *business judgement rule*, e inoltre, come in *Kahn v. Lynch Communication Sys.*, che l'onere della prova graverà sull'attore.

Tali due elementi - l'*entire fairness* e il capovolgersi dell'onere della prova - costituiscono per il *controlling shareholder* un deterrente a porre in essere operazioni ingiuste e, per contro, un incentivo a negoziare con i soci di minoranza mediante procedure più trasparenti e *fair* nella determinazione del valore delle azioni degli azionisti di minoranza.

Va, infine, ulteriormente precisato che nel corso di un processo, qualora il socio cui è imputato il controllo societario detenga una partecipazione inferiore al 50% delle azioni con diritto di voto, graverà nuovamente sull'attore l'onere di provare la sussistenza di un effettivo controllo sulle operazioni societarie.

A tal proposito emblematico è il caso *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.*¹⁴⁰, nel quale la Corte affermò che: “[...] *For a dominating relationship to exist in the absence of controlling stock ownership [...] a plaintiff must allege domination by a minority shareholder through actual control of corporate conduct [...]*”.

Come precedentemente accennato, l'azionista di controllo ha a disposizione diverse opzioni per poter escludere i soci di minoranza dalla società. Una delle più utilizzate - oltre alle *freeze-outs mergers* - sono le c.d. *freeze-outs tender offer*.

Si segnala, per completezza nell'esposizione, che tale ultima tipologia di *freeze-outs transaction* è soggetta ad uno *standard* diverso dall'*entire fairness*.

¹³⁷ *Kahn v. Lynch Communication Sys., Inc.*, 638 A.2d 1117 (Del. 1994).

¹³⁸ Si veda a tal fine anche il caso *Rabkin v. Olin Corp.*, C.A. No. 7547 (Del. Ch. Apr. 17, 1990) nel quale la Corte individuò due requisiti essenziali affinché uno *Special Committee* possa definirsi realmente indipendente. Questi erano ad opinione della Corte: “[...] *First, the majority shareholder must not dictate the terms of the merger. Second, the special committee must have real bargaining power that it can exercise with the majority shareholder on an arms-length basis [...]*”.

¹³⁹ *Rosenblatt v. Getty Oil* 493 A.2d 929 (Del. 1985).

¹⁴⁰ *Citron v. Fairchild Camera & Instrument Corp.*, 569 A.2d 53 (Del. 1989).

La Corte Suprema del *Delaware*, nella decisione *Solomon v. Pathe Communications Corp.*¹⁴¹, affermò che, in seguito ad una *tender offer*, un socio di controllo non è soggetto all'*entire fairness review*. La Corte precisò, infatti, che una *tender offer* è un accordo tra il socio di controllo e la minoranza e, dunque, non vi è un conflitto di interessi¹⁴².

Questa decisione fece da apripista per tale dottrina nei casi successivi. Le Corti del *Delaware*, citando *Solomon v. Pathe Communications Corp.*, rimasero ferme su tale posizione.

Tuttavia tali decisioni ponevano l'attenzione soltanto sul primo *step* di una *two-step transaction*, senza nulla specificare riguardo alla seconda fase, ossia la *short-form merger*.

Il caso *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*¹⁴³ chiarì tale aspetto¹⁴⁴. La Corte Suprema del *Delaware* affermò che “[...] *absent fraud or illegality, appraisal is the exclusive remedy available to a minority shareholder who objects to a short-form merger.*”¹⁴⁵ ¹⁴⁶.

¹⁴¹ *Solomon v. Pathe Communications Corp.* 672 A.2d 35 (Del. 1996).

¹⁴² Conflitto che è, come visto in precedenza, presente in una *freeze-out merger* in quanto il socio di controllo sta da entrambe le parti dell'operazione.

¹⁴³ *Glassman v. Unocal Exploration Corp.* 777 A.2d 242 (Del. 2001).

¹⁴⁴ Esattamente un mese prima della sentenza *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, in *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*. No. Civ. A. 18700, 2001 WL 716787 (Del. Ch. June 19, 2001) i giudici del *Delaware* statuirono che l'azionista di maggioranza, che pone in essere una *tender offer* per acquisire le azioni dei soci di minoranza, non è tenuto ad offrire un prezzo equo e non è soggetto al *test* dell'*entire fairness*, nel caso in cui l'offerta sia volontaria ed in piena trasparenza. Cfr. per la stessa posizione *In re Aquila, Inc. Shareholders Litigation* 805 A.2d 184, 190 (Del. Ch. 2002) dove i giudici affermarono - confermando la posizione presa in *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation*. - che “[...] *Delaware law does not impose a duty of entire fairness on controlling stockholders making a non-coercive tender or exchange offer to acquire shares directly from the minority holders [...]*”.

¹⁴⁵ *Glassman v. Unocal Exploration Corp.* 777 A.2d 248 (Del. 2001).

¹⁴⁶ Per una analisi della posizione della Corte del *Delaware* assunta nel caso *Glassman v. Unocal Exploration Corp.*, si veda HOSSFELD R. T., *Short-form mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.: time to reform appraisal*, in *Duke Law Journal*, 2004, pp. 1343 e ss. Inoltre per una dettagliata analisi dei casi *In re Siliconix Inc. Shareholders Litigation* e *Glassman v. Unocal Exploration Corp* cfr. ARONSTAM B. R., BALOTTI R. F., REHBOCK T., *Delaware's going-private dilemma: fostering protections for minority shareholders in the wake of Siliconix and Unocal Exploration*, in *Business Lawyer*, 2003, pp. 519 e ss.

Questo caso rese palese la disparità di trattamento, causata dal fatto che due tipologie di *freeze-out transactions* - le quali assolvono alla stessa identica funzione - devono rispondere a due *standards of review* differenti¹⁴⁷.

Infine, tale questione fu affrontata nel caso *In re Pure Resources Shareholder Litigation*¹⁴⁸, ove il *Vice Chancellor Strine* affermò che l'esonero dall'*entire fairness* è possibile soltanto nel caso in cui la *tender offer* è un'operazione non coercitiva rispetto agli azionisti di minoranza¹⁴⁹.

Anche in questa decisione fu tuttavia riconfermata l'opinione che le *freeze-outs tender offers* non sono soggette all'*entire fairness review*, ma alla c.d. *business judgment review*^{150 151}.

3.3. (Segue): la tutela degli azionisti dissenzienti: l'*appraisal right*.

La peculiarità di una *freeze-out merger* consiste nel fatto che, se tutti i requisiti procedurali indicati nella legislazione dello Stato di riferimento sono soddisfatti, tale

¹⁴⁷ Subramanian propone una riforma dell'attuale sistema di *standard review* incentrato sull'*entire fairness* e la *business judgement rule*. Cfr sul punto SUBRAMANIAN G., *op. cit.*, 2004, pp. 37 e ss. Si veda inoltre il grafico in SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts*, in *Yale Law Journal*, Volume 115, n. 1, 2005, p. 63.

¹⁴⁸ *In re Pure Resources Shareholder Litigation* 808 A.2d 421.

¹⁴⁹ La Corte in questo caso individuò tre condizioni che devono essere presenti affinché una *tender offer* sia *noncoercive*; e cioè: (i) l'offerta deve essere soggetta ad una irrinunciabile *MOM condition*; (ii) il socio di controllo, se ottiene almeno il novanta per cento delle azioni, deve garantire che effettuerà velocemente una *short-form merger* allo stesso identico prezzo; e (iii) l'azionista di controllo non deve fare minacce retributive (c.d. *retributive threats*) nelle negoziazioni con lo SC. Tuttavia, la posizione presa dalla Corte in questa sentenza, sortirà pochi effetti sul piano pratico in quanto le nuove operazioni di *two steps freeze-out* sono strutturate già includendo tali requisiti (cfr. IACONO C. A., *Tender offers and short-form mergers by controlling shareholders under Delaware law: the "800-pound gorilla" continues unimpeded--in re pure resources, Inc., shareholders litigation*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2003, pp 668-669.)

¹⁵⁰ Cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 226, secondo il quale, la "*business-judgment rule [is] The presumption that in making business decisions not involving direct self-interest or self-dealing, corporate directors act on an informed basis, in good faith, and in the honest belief that their actions are in the corporation's best interest. • The rule shields directors and officers from liability for unprofitable or harmful corporate transactions if the transactions were made in good faith, with due care, and within the directors' or officers' authority.*". Si veda, tra i tanti, il caso *Aronson v. Lewis* (473 A2d 805, 812 (Del. 1984) nel quale la Corte Suprema del *Delaware* dà una definizione di *business-judgment rule*.

¹⁵¹ Le posizioni prese dalla Corte nel caso *In re Pure Resources Shareholder Litigation* furono riconfermate anche in *Next Level Communications, Inc. v. Motorola, Inc.* (Del. Ch. Feb. 28, 2003). Per una disamina di tale ultimo caso si vedano ABRAMS K. G., BRACEGIRDLE T. J., LASTER T. J., *The evolving judicial review of squeeze-out transactions by controlling stockholders*, in *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, 2003, pp. 14 e ss.

operazione non potrà essere impedita dagli azionisti di minoranza. Dunque, l'abilità del socio di controllo che intende eliminare dalla società gli azionisti di minoranza, risiede proprio nel porre in essere una *freeze-out merger* nel rispetto di tutte le regole procedurali stabilite dalla disciplina in materia, con gli adempimenti normativi prescritti, senza frode e, in generale, senza commettere atti illeciti¹⁵², esercitando il proprio potere in modo che l'operazione non possa essere dichiarata invalida. In tal caso, quindi, gli azionisti di minoranza non potranno fare nulla per ostacolare l'operazione.

Naturalmente, l'esercizio indiscriminato di tale potere, da parte del socio di maggioranza, crea indiscutibilmente un conflitto di interessi con gli azionisti di minoranza, i quali possono essere configurati come "vittime" delle operazioni di cui si discute. Tuttavia, le varie legislazioni riconoscono, in parte, alcuni benefici che scaturiscono da tali operazioni, e dunque le permettono, all'interno di un sistema bilanciato da pesi e contrappesi: da un lato, è infatti innegabile l'efficienza economica che deriva alla società da una operazione del genere, dall'altro lato, gli ordinamenti hanno riguardo agli interessi economici dei soci esclusi dalla società.

L'*appraisal right*¹⁵³ - il contrappeso creato, appunto, dal legislatore per bilanciare questa tipologia di operazioni - è il diritto, in capo all'azionista dissenziente, ad una determinazione giudiziale del valore equo (il c.d. *fair value*¹⁵⁴) della propria partecipazione azionaria. La definizione di questo diritto può essere ricavata sia dalle norme dettate in materia nei vari ordinamenti statali, sia da alcune pronunce delle Corti.

¹⁵² Nel caso in cui l'operazione di *freeze-out merger* sia, al contrario, inficiata da tali vizi, i soci potranno agire giudizialmente per il loro accertamento. Va però, sottolineato che tale tipo di azione è "*legally and conceptually*" differente dall'*appraisal remedy*. Si veda a tal riguardo KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 65 e ss.

¹⁵³ Per una breve definizione del diritto in argomento si veda AA. VV., *Fletcher Cyclopedic of the Law of Corporations*, Thomson West, 2012, § 7165; GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 117; GAUGHAN PATRICK A., *op. cit.*, p. 27.; HARTMANN C., *Gholl v. Emachines: creating predictability and consistency in appraisal actions*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, pp. 201 e ss.; SEGATO L., *op. cit.*, pp. 418 e ss. Per una approfondita disamina sull'*appraisal right* sulle sue origini storiche cfr. LETSOU P. V., *The Role of Appraisal in Corporate Law*, in *Boston College Law Review*, Volume 39, Issue 5, n. 5, Articles 2, 1998, pp. 1121 e ss.; WERTHEIMER B. M., *The shareholders' appraisal remedy and how Courts determine fair value*, in *Duke Law Journal*, Volume 47, n. 4, 1998, pp. 618 e ss.

¹⁵⁴ Secondo la definizione di cui al § 13.01. n. 4 MBCA: "[...] "*Fair value*" means the value of the corporation's shares determined:

(i) immediately before the effectuation of the corporate action to which the shareholder objects;
(ii) using customary and current valuation concepts and techniques generally employed for similar businesses in the context of the transaction requiring appraisal; and
(iii) without discounting for lack of marketability or minority status except, if appropriate, for amendments to the articles pursuant to section 13.02(a)(5). [...]"

Cominciando proprio da queste possiamo citare, tra i tanti, il caso *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*¹⁵⁵, dove la Corte Suprema del *Delaware* definì il diritto di *appraisal* come un “[...] *legislative remedy intended to provide shareholders dissenting from a merger on grounds of inadequacy of the offering price with a judicial determination of the intrinsic worth (fair value) of their shareholding [...]*”¹⁵⁶.

La tipologia di operazione nel cui ambito può essere esperito il diritto di *appraisal* varia in base all’ordinamento giuridico statale di riferimento.

La disciplina è innanzitutto contenuta nel Capitolo 13 MBCA rubricato, per l’appunto, “*APPRAISAL RIGHTS*”, il quale è suddiviso in tre Sottocapitoli (A, B e C) che stabiliscono la normativa di tale istituto.

Nel Sottocapitolo A sono contenute le definizioni inerenti a tale diritto e sono indicate le tipologie di operazioni che rientrano nello spettro della norma¹⁵⁷. Gli adempimenti volti ad esercitare il diritto in argomento e la relativa procedura, sono invece dettati nel successivo Sottocapitolo B intitolato per l’appunto: “*PROCEDURE FOR EXERCISE OF APPRAISAL RIGHTS*”. Infine, nell’ultimo Sottocapitolo sono contenute le norme inerenti alla parte giudiziale¹⁵⁸.

Nello Stato del *Delaware* l’*appraisal right* è previsto in quasi tutte le forme di *statutory merger*¹⁵⁹, per le “[...] *shares of any class or series of stock of a constituent corporation [...]*” (§ 262 lett. (b) DGCL)¹⁶⁰.

Va sottolineato che, nell’elenco di cui alla lett. (b) del § 262 DGCL, non è indicata la *section 253 DGCL (Merger of parent corporation and subsidiary or subsidiaries.)*, in

¹⁵⁵ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 542 A.2d 1182, 1186 (Del. 1988).

¹⁵⁶ Si vedano ancora sull’argomento tra i tanti, *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1142 (Del. 1989); *Alabama By-Products Corp. v. Neal*, 588 A.2d 255, 257 (Del. 1991); *Cooper v. Pabst Brewing Co.*, C.A. No. 7244 (Del. Ch. Jun. 8, 1993).

¹⁵⁷ Si vedano per maggiori dettagli i §§ 13.01. (*Definitions*) e 13.02. (*Right to appraisal*) del MBCA.

¹⁵⁸ Per approfondire la relativa disciplina si rimanda alle norme del Capitolo 13 del MBCA.

¹⁵⁹ Fatta eccezione per le fusioni realizzate ex § 251 lett. (g) DGCL.

¹⁶⁰ La norma le elenca con esattezza, queste sono: § 251 (*Merger or consolidation of domestic corporations.*) § 252 (*Merger or consolidation of domestic and foreign corporations; service of process upon surviving or resulting corporation.*), § 254 (*Merger or consolidation of domestic corporation and joint-stock or other association.*), § 255 (*Merger or consolidation of domestic nonstock corporations.*), § 256 (*Merger or consolidation of domestic and foreign nonstock corporations; service of process upon surviving or resulting corporation.*), § 257 (*Merger or consolidation of domestic stock and nonstock corporations.*), § 258 (*Merger or consolidation of domestic and foreign stock and nonstock corporations.*), § 263 (*Merger or consolidation of domestic corporations and partnerships.*) e § 264 (*Merger or consolidation of domestic corporation and limited liability company.*).

quanto gli azionisti di una *parent corporation* in una *short-form merger* non sono chiamati ad esprimere, per l'attuazione di una operazione di *freeze-out merger*, il loro voto in assemblea e perciò non sono legittimati ad esercitare il diritto in discussione.

Precisa ulteriormente, la lett. (d) del § 253 DGCL, che, al contrario, gli azionisti di una *subsidiary corporation* avranno il diritto di esercitare il c.d. *appraisal rights*, di cui al § 262 DGCL, nel caso in cui la *parent corporation* non sia già, prima del compimento dell'operazione, titolare di tutte le azioni della società *subsidiary* partecipante alla fusione.

La *ratio* di tale normativa consiste nel fatto che il diritto di *appraisal* non è riconosciuto agli azionisti ai quali non sia richiesto di votare per l'approvazione dell'operazione di cui si tratta¹⁶¹. Il diritto di *appraisal* non è riconosciuto, inoltre, agli azionisti dissenzienti che ricevano, come *consideration* per la fusione, partecipazioni in una società le cui azioni siano quotate in un mercato finanziario, poiché, in tal caso, il socio contrario alla fusione potrà in ogni caso vendere la propria partecipazione - ed ottenere il suo *fair value* - negoziandola nei mercati regolamentati.

La *section* in esame stabilisce inoltre, sempre alla lett. (b) n. 1, che l'*appraisal right* non può essere esercitato dai soci di una società le cui azioni siano quotate in un mercato finanziario nazionale, sul NASDAQ, o di società che abbiano un numero di azionisti superiore a duemila.

Il § 262 lett. (b) n. 2 DGCL prevede, in deroga a quanto appena detto, che gli azionisti dissenzienti possano comunque esercitare gli *appraisal rights* per le azioni “[...] of any class or series of stock [...]” di una delle società partecipanti alla fusione, a condizione che i titolari di queste siano tenuti, secondo quanto indicato nell'*agreement of merger* o *consolidation*¹⁶², ad accettare qualsiasi forma di *consideration*, che non sia:
“[...]”

a. *Shares of stock of the corporation surviving or resulting from such merger or consolidation, or depository receipts in respect thereof;*

b. *Shares of stock of any other corporation, or depository receipts in respect thereof, which shares of stock (or depository receipts in respect thereof) or depository receipts at*

¹⁶¹ Proprio per questo motivo è esclusa esplicitamente anche la particolare forma di *merger* dettata al § 251 lett. (g) DGCL.

¹⁶² “[...] pursuant to §§ 251, 252, 254, 255, 256, 257, 258, 263 and 264 of this title [...]”.

the effective date of the merger or consolidation will be either listed on a national securities exchange or held of record by more than 2,000 holders;

c. Cash in lieu of fractional shares or fractional depository receipts described in the foregoing paragraphs (b)(2)a. and b. of this section; or

d. Any combination of the shares of stock, depository receipts and cash in lieu of fractional shares or fractional depository receipts described in the foregoing paragraphs (b)(2)a., b. and c. of this section. [...]"¹⁶³.

Inoltre, qualsiasi società che partecipi a una fusione (ovvero, ad una *sale of all or substantially all of the assets*) può prevedere, nel proprio atto costitutivo mediante una modifica in tal senso, la previsione che il diritto di *appraisal* sia disponibile per le azioni appartenenti a qualsiasi classe (§ 262 lett. (c) DGCL).

Quanto alle condizioni di esercizio di tale diritto da parte dell'azionista (di una società dello Stato del *Delaware*), il *Delaware Code* al § 262 lett. (a) dispone espressamente:

a) che il socio debba essere, al momento della presentazione della richiesta di valutazione della propria partecipazione, un c.d. *stockholder of record*¹⁶⁴ che abbia detenuto le azioni in modo continuativo fino alla data in cui la fusione è diventata produttiva di effetti¹⁶⁵;

b) che il socio perfezioni il suo diritto di *appraisal* mediante l'adempimento delle condizioni sancite nel § 262 lett. (d) DGCL, ossia alternativamente:

1) ¹⁶⁶ una richiesta scritta da parte di ciascun azionista che intenda esercitare l'*appraisal remedy*, presentata alla società prima di esprimere il proprio voto sulla fusione, con la quale chiede la valutazione delle proprie azioni. È necessario, inoltre, che tale richiesta contenga l'identità dell'azionista che la presenta e indichi che

¹⁶³ Si confronti per la normativa corrispondente dettata dal MBCA il § 13.02 lett. (b).

¹⁶⁴ per la definizione di *stockholder of record* si consulti GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1554.

¹⁶⁵ A tal proposito si consulti il caso *Lewis v. Corroon & Reynolds Corp.*, 57 A.2d 632 (Del. Ch. 1948) nel quale i giudici affermarono che per essere titolari dell'*appraisal right*, un azionista dissenziente ha bisogno di essere un socio catalogato nel registro della società emittente, come titolare di azioni "[...] *on the record date* [...]" avente il diritto di voto sulla fusione proposta, ma solo dal momento in cui il socio dovrà depositare il suo dissenso scritto. Cfr. Inoltre per la nozione di *record date* GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 452.

¹⁶⁶ La società almeno venti giorni prima della assemblea degli azionisti, indetta per l'approvazione della fusione, deve notificare a ciascun azionista, le cui azioni sono compatibili con il diritto di *appraisal*, che tale diritto è esercitabile. Tale notifica deve, inoltre, contenere copia della *section 262 DGCL*, e, qualora una delle *constituent corporation* sia una *nonstock corporation*, la copia del § 114 DGCL.

quest'ultimo intende avvalersi del diritto di cui al § 262 DGCL per la valutazione della propria partecipazione ¹⁶⁷;

2) ovvero - se l'operazione è stata approvata ai sensi dei §§ 228 (*Consent of stockholders or members in lieu of meeting.*), o 253 (*Merger of parent corporation and subsidiary or subsidiaries.*), o 267 (*Merger of parent entity and subsidiary corporation or corporations.*) DGCL - da parte delle *constituent corporation* - prima che la fusione sia divenuta efficace - o da parte della società *surviving* o *resulting* - entro dieci giorni dalla data in cui la fusione è divenuta produttiva di effetti - deve essere notificata a ciascun azionista (indifferentemente dalla categoria di azioni delle società partecipanti alla fusione di cui è titolare) l'autorizzazione all'esercizio dell'*appraisal right*¹⁶⁸. Tutti soci titolari del diritto in argomento, possono richiedere per iscritto¹⁶⁹ alla società *surviving* o *resulting*, entro i venti giorni successivi alla data di spedizione di tale notifica, la valutazione della propria partecipazione azionaria.

Inoltre, continua ancora la *section* 262 DGCL, se la notifica di cui sopra non ha precisato anche la data di efficacia dell'operazione, le opzioni sono due: 1) spedizione di una seconda notifica, a ciascun titolare di tali azioni, ad opera di ciascuna delle *constituent corporation*, prima della data di efficacia della fusione, concernente l'autorizzazione all'esercizio dell'*appraisal remedy*; ovvero 2) la *corporation surviving* o *resulting* deve mandare una seconda notifica a tutti gli azionisti di cui sopra; a condizione comunque che, se tale seconda notifica è spedita oltre i successivi venti giorni rispetto alla prima, deve essere inviata solamente ai

¹⁶⁷ Per contro, non è sostitutiva di tale richiesta, la esecuzione di una delega o una votazione contraria alla fusione cui l'azionista interessato si oppone. Se l'azionista decide comunque di manifestare il suo dissenso in assemblea dovrà farlo con una apposita richiesta scritta. La società, *surviving* o *resulting*, dovrà inoltre notificare a ciascun azionista delle società partecipanti a tali operazioni straordinarie e che non abbia votato, o consentito la *merger* o la *consolidation*, entro i 10 giorni successivi la data di efficacia della *merger* o della *consolidation*, che si sia attivato per l'esercizio del diritto in argomento, e non abbia votato o acconsentito alla fusione, che l'operazione è diventata produttiva di effetti. (§ 262 lett. (d) DGCL).

¹⁶⁸ Deve inoltre includere in tale notifica una copia della *section* in esame, e, se una delle società partecipanti alla fusione è una *nonstock corporation*, anche una copia del § 114 DGCL (*section* - contenuta nel Titolo 8, Capitolo 1, Sottocapitolo 1 dedicata alla procedura e agli adempimenti necessari per la costituzione di una società - riguardante la costituzione delle società le cui partecipazioni non sono rappresentate da azioni). Inoltre la notifica può - o deve nel caso in cui sia effettuata durante o dopo la data di efficacia della fusione - indicare la data in cui la *merger* o la *consolidation* diviene produttiva di effetti.

¹⁶⁹ La richiesta, per essere adeguata, deve possedere i requisiti di cui sopra, ossia: 1) si deve poter desumere la identità dell'azionista; e, 2) che il socio in questione intende avvalersi dell'*appraisal remedy*.

singoli azionisti autorizzati all'esercizio del diritto di *appraisal* e che hanno richiesto tale valutazione ai sensi della normativa in argomento¹⁷⁰. Al fine poi di individuare gli azionisti che hanno diritto a tali notifiche, ognuna delle società partecipanti alla fusione può preliminarmente stabilire una c.d. *record date*¹⁷¹, non superiore a dieci giorni da quando è stata effettuata la notifica¹⁷². Per contro, se non è fissata alcuna *record date* - e la notifica è fatta prima che l'operazione espliciti i suoi effetti - “[...] *the record date shall be the close of business on the day next preceding the day on which the notice is given [...]*”.

c) che il socio non abbia né votato, né si sia espresso per iscritto, ex § 228 DGCL¹⁷³, a favore o contro l'operazione di *merger* o *consolidation*;

La società risultante dall'operazione, qualsiasi azionista conformatosi alle disposizioni di cui alle lett. (a) e (d) del § 262 DGCL o, infine, chi sia in qualsiasi modo autorizzato all'esercizio del diritto di *appraisal*, possono chiedere, entro centoventi giorni dalla realizzazione della *merger* o della *consolidation*, l'avvio di un procedimento di valutazione delle azioni degli azionisti titolari di tale diritto, mediante il deposito di una istanza (c.d. *petition*) presso la *Court of Chancery* e presso la società superstite all'operazione, al fine di ottenere la determinazione del valore della partecipazione degli azionisti interessati¹⁷⁴.

¹⁷⁰ La norma in esame stabilisce poi che: “[...] *An affidavit of the secretary or assistant secretary or of the transfer agent of the corporation that is required to give either notice that such notice has been given shall, in the absence of fraud, be prima facie evidence of the facts stated therein [...]*”.

¹⁷¹ Per tale definizione cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 452. Si consulti inoltre il sito internet: <http://www.diritto24.ilsole24ore.com/avvocatoAffari/mercatiImpresa/2012/05/la-record-date-il-lasciapassare-per-partecipare-alle-assemblee-delle-societa-quotate.html> secondo il quale: “[...] Il termine *record date* indica il meccanismo per determinare la legittimazione all'intervento e all'esercizio del diritto di voto nell'assemblea di una società quotata, che si fonda sulla sola dimostrazione della titolarità delle azioni ad una data predeterminata e precedente alla stessa (la *record date* appunto). [...] il termine *record date*, nel gergo finanziario internazionale non si riferisce unicamente al momento di individuazione del soggetto legittimato a partecipare all'assemblea di una società quotata, ma viene utilizzato con un'accezione più ampia a seconda dei contesti e degli ordinamenti. Ad esempio, nell'esperienza nordamericana, il termine *record date* indica il momento per l'individuazione dell'azionista legittimato a percepire il dividendo ovvero il momento per l'individuazione dell'obbligazionista legittimato a ricevere il pagamento degli interessi. [...]”.

¹⁷² A condizione che se la notifica è effettuata durante o dopo la data di efficacia dell'operazione la *date of record* deve essere proprio la data di efficacia.

¹⁷³ La *section* 228 DGCL è rubricata: “*Consent of stockholders or members in lieu of meeting.*” Tale § si riferisce in questo specifico caso alle operazioni di *merger* o *consolidation* approvate mediante consenso scritto.

¹⁷⁴ Cfr. KENYON-SLADE S., *op. cit.*, p. 72, nota n. 88 secondo il quale: “*appraisal proceedings are essentially class suits for all dissenting shareholders. Thus, the shareholder who files the petition owes a fiduciary duty to the other dissenting shareholders in respect of the proceedings.*”

Precisa poi il § 262 lett. (f) DGCL che, entro i successivi venti giorni, la *surviving corporation* deve depositare presso il *Register in Chancery*¹⁷⁵ una lista contenente i dati anagrafici dei soci che abbiano richiesto il pagamento delle proprie partecipazioni e con i quali non siano stati siglati accordi in merito alle loro azioni. Il *Register in Chancery* - se così è ordinato dalla Corte - darà comunicazione alla *surviving corporation* e agli azionisti dissenzienti indicati nella lista, a mezzo lettera raccomandata o posta certificata, del luogo e della data in cui si procederà alla audizione (§ 262 lett. (f) DGCL)¹⁷⁶.

Gli azionisti che abbiano avviato tale procedura possono, tuttavia, ritirare, entro sessanta giorni da quando la fusione è diventata produttiva di effetti, la loro *petition* e accettare la *consideration* come stabilita nel relativo *agreement of merger*. Dopo la scadenza del periodo di sessanta giorni, non è più possibile ritirare la domanda a discrezione del solo socio richiedente, ma occorre, inoltre, il consenso della società risultante dall'operazione di *merger*.

Nello stesso intervallo di tempo (di centoventi giorni), l'azionista che agisce per ottenere il calcolo del valore della propria partecipazione ha il diritto di ricevere dalla società *surviving* o *resulting*, previa richiesta scritta, una dichiarazione che indichi il numero complessivo delle azioni i cui titolari hanno votato contro le operazioni di *merger* o *consolidation*, nonché il numero complessivo delle domande ricevute e dei soci che hanno avviato la stessa procedura¹⁷⁷ (§ 262 lett. (e) DGCL).

Ai sensi della successiva lett. (k), gli azionisti che abbiano esercitato l'*appraisal right*, non possono più esercitare il diritto di voto per le proprie azioni e non sono più

¹⁷⁵ Per un approfondimento sul *Register of Chancery* e sulle funzioni si consulti il Titolo 10, Capitolo 25 del *Delaware Code* ai §§ 2501 e ss. dedicati proprio al *Register of Chancery*. Il § 2501 rubricato "Definitions" stabilisce a tal riguardo che: "As used in this chapter, the term "Register in Chancery Office" means the Register in Chancery of the Court of Chancery of the State, which shall be the Clerk's Office of that Court. [...]".

¹⁷⁶ La norma si chiude statuendo che: "[...] Such notice shall also be given by 1 or more publications at least 1 week before the day of the hearing, in a newspaper of general circulation published in the City of Wilmington, Delaware or such publication as the Court deems advisable. The forms of the notices by mail and by publication shall be approved by the Court, and the costs thereof shall be borne by the surviving or resulting corporation [...]".

¹⁷⁷ Tale dichiarazione deve essere spedita, da parte della società, agli azionisti, entro dieci giorni dalla ricezione della richiesta scritta, ovvero nei dieci giorni successivi la data di scadenza del termine per spedire le richieste di *appraisal* della propria partecipazione ai sensi della lett. (d) del § 262 DGCL.

titolari del diritto a ricevere il pagamento dei dividendi, o qualsiasi altro tipo di distribuzione riferita a tale partecipazione azionaria¹⁷⁸.

La *section* in esame si chiude con la lett. (l), la quale stabilisce che l'ammontare delle azioni della società risultante dalla fusione, che sarebbero confluite nel capitale azionario se i soci dissenzienti non si fossero opposti, devono possedere lo *status* di: “[...] *authorized and unissued shares of the surviving or resulting corporation.*”.

Dunque, la Corte determinerà, in udienza, gli azionisti che hanno diritto ad una valutazione della propria partecipazione¹⁷⁹ (§ 262 lett. (g) DGCL), sui quali incomberà l'onere di dimostrare che tutti i requisiti, per il perfezionamento della fattispecie in esame, siano stati soddisfatti.

In conclusione, l'*iter* per tale valutazione sarà condotto secondo le norme che disciplinano la *Court of Chancery*, con particolare attenzione alle regole dettate *ad hoc* per il procedimento in questione. Compito della Corte sarà quello di determinare il *fair value* delle azioni, tenendo conto di tutti i fattori utili per tale determinazione e calcolando, anche, l'ammontare degli eventuali interessi da pagare¹⁸⁰.

La Corte, inoltre, previa richiesta della *surviving* o della *resulting corporation*, o ancora, di un socio titolare del diritto di *appraisal*, potrà, a sua discrezione, cominciare il processo per il calcolo del *fair value* senza aver preliminarmente completato l'individuazione di tutti gli azionisti titolari del medesimo diritto (§ 262 lett. (h) DGCL).

Infine, effettuata la determinazione del *fair value*, i giudici ordineranno alla società, frutto dell'operazione di fusione, il pagamento del valore e degli eventuali interessi ai singoli azionisti partecipanti al procedimento¹⁸¹ (§ 262 lett. (i) DGCL).

¹⁷⁸ Fatta eccezione, precisa comunque la norma, per il pagamento di dividendi o altro che già spettano agli azionisti in quanto siano maturati prima della data di efficacia della *merger* o della *consolidation*.

¹⁷⁹ La Corte può richiedere agli azionisti che abbiano avviato il procedimento i quali abbiano azioni rappresentate da *certificates* di trasmettere tali *certificate of stock* presso il *Register in Chancery* per far annotare sullo stesso la pendenza del procedimento in discussione. Qualora l'azionista non ottemperi a tale direttiva della Corte, quest'ultima può respingere il procedimento riguardante tale socio.

¹⁸⁰ Si veda per un approfondimento per il calcolo degli interessi il § 262 lett. (h) DGCL.

¹⁸¹ “[...] *The Court's decree may be enforced as other decrees in the Court of Chancery may be enforced, whether such surviving or resulting corporation be a corporation of this State or of any state [...]*”. (§ 262 lett. (i) DGCL).

3.4. (Segue): la determinazione del *fair value*: la evoluzione dei metodi utilizzati dalle Corti del *Delaware*.

Come precisato nel paragrafo precedente, in seguito all'avvio del procedimento per la valutazione della propria partecipazione azionaria, spetterà alla Corte adita, ai sensi del § 262 lett. (h) DGCL, la determinazione del c.d. *fair value* al fine di restituire all'azionista di minoranza ciò che viene "ingiustamente strappato" dal socio di controllo mediante una *freeze-out merger*:

È, quindi, di fondamentale importanza definire con precisione la nozione di *fair value* e i metodi per il calcolo di tale valore.

Innanzitutto, è possibile focalizzare il principio del *fair value* analizzando alcune sentenze delle Corti del *Delaware*, le quali costituiscono dei veri e propri capisaldi per l'argomento di cui si discute.

Nel caso *Tri-Continental Corp. v. Battye*¹⁸², la *Court of Chancery* statui che per *value* dovesse intendersi il valore vero o intrinseco della partecipazione detenuta dall'azionista che esercita l'*appraisal right*, valore sottratto mediante l'operazione di fusione posta in essere dal socio di controllo. I giudici continuarono, inoltre, affermando che, ai fini di tale calcolo, si dovesse tenere conto di ogni fattore utile a tale determinazione, e precisamente del: "[...] *market value, asset value, dividends, earning prospects, the nature of the enterprise and any other facts which were known or which could be ascertained as of the date of merger and which throw any light on future prospects of the merged corporation are not only pertinent to an inquiry as to the value of the dissenting stockholders' interest, but must be considered by the agency fixing the value. [...]*"¹⁸³.

Procedendo con la nostra analisi, giova concentrarsi sulle posizioni assunte dalle Corti nella determinazione del *fair value*. Le modalità di calcolo, nel corso degli anni, hanno subito una evoluzione grazie ai giudici che, chiamati ad applicarle, le hanno man mano affinate e migliorate.

¹⁸² *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 66 A.2d 910, 917-18 (Del. Ch. 1949) "[...] *the true or intrinsic value of his stock which has been taken by the merger. [...]*".

¹⁸³ Si consultino inoltre, per una definizione di *fair value* anche i *leading case* in materia: *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1142 (Del. 1989); *Swope v. Siegel-Robert, Inc.*, 243 F.3d 486, 492 (8th Cir. 2001).

Il primo metodo utilizzato dalle Corti del *Delaware*, inizialmente, fu il c.d. “*Delaware Block valuation method*” (detto anche *weighted average method*).

Tale approccio fu impiegato dal 1947¹⁸⁴ in poi, fino alla nota sentenza *Weinberger v. Universal Oil Products* (UOP), pronunciata nel 1983, nella quale la Corte Suprema del *Delaware* abbandonò il sistema precedente sostituendolo con un altro.

Il c.d. metodo *Delaware Block* consta di una procedura che si articola in due fasi¹⁸⁵:

- 1) il calcolo del valore della società mediante l’analisi di tre componenti: (i) valore di mercato (*market value*); (ii) valore patrimoniale (*asset value*); (iii) valore degli utili (*earnings value*)¹⁸⁶.
- 2) individuati tali elementi espressi in valori numerici, si passa alla seconda fase, concernente un un processo di ponderazione dei risultati ottenuti¹⁸⁷ (la c.d. *Weighting Procedure*), che consiste nella moltiplicazione dei valori ottenuti durante la prima fase, per una percentuale che viene detta pesi (*weights*).

I vari importi risultanti dal calcolo vengono poi sommati¹⁸⁸ al fine di completare questo procedimento di valutazione e determinare così il *fair value* che sarà perciò uguale alla media ponderata dei tre valori ottenuti¹⁸⁹.

¹⁸⁴ Cfr. a tal riguardo *In re General Realty & Utilities Corp.*, 29 480, 52 A.2d 14-15 (Del. Ch. 1947).

¹⁸⁵ Per una descrizione del metodo di determinazione del *fair value* si vedano BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 88 e ss.; KENYON-SLADE S., *op. cit.*, pp. 73 e ss. Cfr., inoltre, *In re Radiology Assocs., Inc. Litig.* 611 A.2d 496 (Del. Ch. 1991).

¹⁸⁶ Per una dettagliata disamina delle singole componenti utilizzate dal *Delaware Block valuation method* si veda SCHLYER D. E., “*Fair Value*” *Determinations in Corporate “Freeze-Outs” and in Security and Exchange Act Suits: Weinberger, Other, and Better Methods*, in *Valparaiso University Law Review*, Volume 19, n. 2, Articles 6, 1985, pp. 528 e ss.

¹⁸⁷ Come affermato dalle Corti del *Delaware* *In re General Realty & Utilities Corp.*, 29 Del. Ch. at 497, 52 A.2d at 14 (1947) nel compiere tale ponderazione le Corti non devono limitarsi ad includere un solo fattore. Ancora in *Tri-Continental Corp. v. Battye*, 31 523, 74 A.2d 74 (Del. Ch. 1950), la Corte Suprema del *Delaware* statui che: “[...] courts must take into consideration all factors. [...]”.

¹⁸⁸ La somma delle tre percentuali ottenute deve essere uguale a 100%.

¹⁸⁹ Cfr. per l’analisi più in dettaglio della c.d. *Weighting Procedure* SCHLYER D. E., *op. cit.*, pp. 531 e ss. Si consulti anche *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 929, 934 n.6 (Del. 1985) dove i giudici del *Delaware*, descrivono l’approccio in argomento: “[...] Elements of value, including assets, earnings, and market price are given a dollar figure, assigned percentage weights, and then summed to yield a weighted average value per share. [...]”. Si vedano inoltre *Sporborg v. City Speciality Stores, Inc.*, Del.Ch. 123 A. 2d 121, 124 (1956); *Heller v. Munsingwear, Inc.*, Del.Ch., 98 A.2d 774, 777 (1953); *Francis I. duPont & Co. v. Universal City Studios, Inc.*, 312 A.2d 344, 348-52 (Del. Ch. 1973).

L'utilizzo dei tre elementi appena indicati si rivelò, tuttavia, poco attendibile¹⁹⁰ sia dal punto di vista della teoria finanziaria che nella pratica.

Questa inadeguatezza si manifestò, per elencare uno tra i tanti esempi possibili, nel caso *Libby G. Lynch v. Vickers Energy Corp.* del 1981, dove il *Delaware method* palesò tutta la sua insufficienza, in quanto il calcolo del *fair value* si rivelò più basso del prezzo di vendita¹⁹¹.

Il *Delaware Block valuation method* fu quindi, come sopra accennato, quasi definitivamente abbandonato dalle Corti nel 1983, con il caso *Weinberger v. Universal Oil Products, Inc.* (UOP); va, tuttavia, sottolineato, che il *Delaware Block* non fu assolutamente abolito ma solamente “[...] *its exclusivity as a tool of valuation. [...]*”¹⁹².

La Corte Suprema, nella decisione da ultimo citata, affermò che: “[...] *the standard “Delaware block” [...] formerly employed in appraisal and other stock valuation cases, shall no longer exclusively control such proceedings. [...]*”¹⁹³.

I giudici, dunque, statuirono che il concetto di *entire fairness* debba essere vagliato considerando i due principi che lo compongono: da un lato, il c.d. *fair dealing*, cioè il condurre un affare con la massima trasparenza¹⁹⁴ e, dall'altro, il *fair price* che deve essere determinato mediante un corretto calcolo del *fair value*.

Dunque, quanto a tale secondo punto, il “*Delaware block*” era ormai superato e bisognava quindi utilizzare un approccio più libero, meno rigido e che tenesse conto della natura dell'operazione e della differenza di potere tra il socio di controllo e gli azionisti di minoranza; per far ciò, tuttavia, questo metodo di calcolo “[...] *must include proof of value by any techniques or methods which are generally considered acceptable in the financial community and otherwise admissible in court, subject only to our*

¹⁹⁰ Si consultino per un approfondimento dei problemi di valutazione i casi: *Bell v. Kirby Lumber Corp.* 413 A.2d 137 (Del. 1980) e *Libby G. Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 429 A.2d 497 (Del. 1981).

¹⁹¹ *Libby G. Lynch v. Vickers Energy Corp.*, 402 A.2d 12 (Del. Sup. 1981). La Corte Suprema del *Delaware* determinò il *fair value* in un ammontare di 11.85\$ per azione, mentre il prezzo di vendita era stato di 12\$ per azione. Ciò evidenziò notevolmente l'inadeguatezza di questo metodo di calcolo utilizzato fino a quel momento.

¹⁹² *Rosenblatt v. Getty Oil Co.*, 493 A.2d 940 (Del. 1985). Cfr. anche *In re Radiology Assocs., Inc. Litig.* 611 A.2d 485, 496 (Del. Ch. 1991).

¹⁹³ *Weinberger v. Universal Oil Products (UOP), Inc.*, 457 A.2d 701, 712-13 (Del. 1983). Si vedano inoltre per un ulteriore approfondimento *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1142 (Del. 1989); *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 542 A.2d 1182, 1186 (Del. 1988) che definì tale approccio di valutazione usato sino ad allora dalle Corti come: “[...] *rigid or stylized [...]*”.

¹⁹⁴ GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 675.

*interpretation of 8 Del.C. § 262(h) [...]”*¹⁹⁵, mettendo a punto una tecnica più flessibile che possa adeguarsi alla situazione e alle fattispecie quotidianamente affrontate, per poter valutare gli interessi della minoranza e garantire loro una tutela piena ed effettiva.

Ad oggi, le Corti si servono di un nuovo sistema, il c.d. *discounted cash flow valuation method* (detto anche *DCF method*).

Il *discounted cash flow* si basa, in breve, sul presupposto che il valore attuale di una società sia uguale al valore delle proiezioni del futuro *cash flow*¹⁹⁶, che i giudici del *Delaware*¹⁹⁷ ritengono costituisca “[...] *the best technique to estimate the value of economic asset [...]*”; questo approccio, continuano, è composto dal calcolo di alcuni elementi di base, ossia:

- 1) stima del valore che la società genererà nel periodo di proiezione;
- 2) determinazione del c.d. *termination value* (TV);
- 3) determinazione di un appropriato tasso di sconto (*discount rate*);
- 4) scontare dal valore attuale, sia il c.d. *projected cash flow*, sia il TV;¹⁹⁸

Dopo la rivoluzione introdotta con il caso *Weinberger*, le Corti continuarono l’evoluzione del metodo di calcolo del *fair value*, migliorando ed integrando tale approccio¹⁹⁹.

A tal proposito, la Corte Suprema del *Delaware*, stabilì che il campo di indagine dovesse essere adeguato alla complessità dei fatti dettati dal caso specifico, ed infatti, nel 1992, la medesima Corte Suprema, nel caso *In re Appraisal of Shell Oil Co.*²⁰⁰, introdusse l’opportunità che la *Court of Chancery* nominasse un consulente tecnico²⁰¹ che potesse coadiuvarla, laddove circostanze particolari lo richiedessero.

¹⁹⁵ *Weinberger v. Universal Oil Products (UOP), Inc.*, 457 A.2d 701, 712-13 (Del. 1983). Si vedano inoltre per un ulteriore approfondimento *Cavalier Oil Corp. v. Harnett*, 564 A.2d 1137, 1142 (Del. 1989); *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, 542 A.2d 1182, 1186 (Del. 1988).

¹⁹⁶ Per la definizione di *cash flow* si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 245.

¹⁹⁷ *Cede & Co. v. Technicolor, Inc.*, C.A. No. 7129 (Del. Ch. January 29, 1999).

¹⁹⁸ Per una analisi del processo e delle formule algebriche utili ai fini del calcolo vero e proprio si veda BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 94 e ss.

¹⁹⁹ Cfr. per una disamina generale dei metodi di determinazione del *fair value* della partecipazione degli azionisti, WERTHEIMER B. M., *op. cit.*, pp. 626 e ss.

²⁰⁰ *In re Appraisal of Shell Oil Co.*, Del.Supr., 607 A.2d 1213 (1992).

²⁰¹ Tale consulente tecnico, precisa la Corte Suprema, sarà sottoposto alla medesima disciplina dettata per il c.d. *expert witness*, cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1740.

In conclusione, va ricordato quanto affermato dai giudici del *Delaware* nel caso *Pinson v. Campbell-Taggart, Inc.*²⁰² con riguardo alla divisione dell'onere della prova tra attore e convenuto. In una azione intentata ai fini della determinazione del prezzo equo di una partecipazione azionaria, la Corte precisò che l'onere della prova debba gravare su entrambe le parti, le quali dovranno dimostrare la validità e la correttezza della propria valutazione, senza che sia posta alcuna presunzione, favorevole o sfavorevole che sia, a favore o a carico dell'una o dell'altra parte. Nel caso in cui le prove allegate dalle parti a sostegno della propria valutazione non fossero, secondo la Corte, esaustive e soddisfacenti, quest'ultima dovrà allora provvedere ad una propria analisi per giungere ad una corretta determinazione del *fair value*.

3.5. (Segue): le *two-steps transactions*: analisi della disciplina delle *short-form mergers*.

Una *two-steps transaction* è, come precedentemente accennato, una operazione nella quale l'*iter* procedimentale si conclude a seguito di due fasi: 1) una *tender offer*²⁰³, ossia un'offerta pubblica di acquisto rivolta a tutti gli azionisti di una *public company* (la c.d. società *target*), al fine di detenere una partecipazione di almeno il 90%²⁰⁴ e 2) una forma particolare di *merger* detta: *short-form merger*.

La disciplina delle *short-form merger*, dunque, attribuisce all'azionista di controllo (o ad un piccolo gruppo di *controlling shareholders*) che detenga il quantitativo richiesto di azioni, il diritto di realizzare una fusione mediante una procedura più snella. Di conseguenza, tale operazione non potrà essere impugnata perché non *fair* o perché

²⁰² *Pinson v. Campbell-Taggart, Inc.*, C.A. No. 7499, slip op. at 17 (Del. Ch. Feb. 28, 1989).

²⁰³ Per la definizione di *tender offer* cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1606, secondo il quale questa operazione consiste in "A public offer to buy a minimum number of shares directly from a corporation's shareholders at a fixed price, usu. at a substantial premium over the market price, in an effort to take control of the corporation. — Also termed takeover offer; takeover bid." Per l'approfondimento della disciplina di tale operazione si veda, tra i tanti, BAINBRIDGE S. M., *op. cit.*, pp. 158 e ss..

²⁰⁴ Percentuale minima da detenere, richiesta nella maggior parte degli Stati, per porre in essere una *short-form merger*.

viola i doveri fiduciari che incombono sul socio di controllo. In questo caso, l'unico rimedio a tutela degli azionisti di minoranza è, l'istituto dell'*appraisal right*²⁰⁵.

Va inoltre detto - ed è questo il grande punto di forza di una *short-form merger* - che questa operazione risulta più conveniente rispetto ad una *long-form merger*, perché meno costosa e, soprattutto, più veloce, in quanto non è richiesta la votazione dei soci in assemblea, la quale, spesso è causa della cristallizzazione del procedimento²⁰⁶.

Molti sono gli Stati che, nel proprio diritto societario, disciplinano le operazioni di *short-form merger*²⁰⁷. Prendendo nuovamente come modello il *Delaware*, inizialmente, in tale Stato non era prevista alcuna procedura che permettesse di eliminare i soci di minoranza. Quando fu introdotta la normativa sulle *merger* era richiesto, per approvare l'operazione, il *quorum* di 2/3 delle azioni con diritto di voto, era inoltre previsto che, i soci dissenzienti, potessero esercitare l'*appraisal remedy* per ricevere il giusto prezzo delle proprie azioni.

Nel 1967 la normativa del *Delaware* fu modificata in diversi punti.

Innanzitutto, il *quorum* richiesto per l'approvazione dell'operazione fu abbassato prevedendo il requisito della maggioranza semplice delle azioni circolanti con diritto di voto, fu, inoltre, prevista la possibilità che il corrispettivo per una *short-form merger* potesse consistere in qualsiasi forma e non più, soltanto, in strumenti finanziari come nella disciplina in vigore prima del 1957. Da tale momento in poi, perciò, alle *freeze-outs*, fu aggiunta una nuova forma, ossia quella delle *cash-out mergers*.

²⁰⁵ Si veda per un approfondimento di tale istituto *supra* il § 3.3.

²⁰⁶ Come ha affermato MATHESON J. H., GARON P. S., STANCHFIELD M, *Challenging Delaware's Desirability as a Haven for Incorporation*, in *William Mitchell Law Review*, Volume 32, 2006, p. 778: "[...] State corporate statutes generally include short-form merger provisions, which are designed to avoid the expense and delay[s] [...] The statutes recognize that the expense and delay is unnecessary in this context because the result of the vote is a foregone conclusion. [...]".

²⁰⁷ Si vedano tra gli altri, il *California Corporation Code* § 1110 (a) secondo cui: "[...] If a domestic corporation owns all the outstanding shares, or [...] at least 90 percent of the outstanding shares of each class, of a corporation or corporations, domestic or foreign, the merger of the subsidiary corporation or corporations into the parent corporation or the merger into the subsidiary corporation of the parent corporation and any other subsidiary corporation or corporations, may be effected by a resolution or plan of merger adopted and approved by the board of the parent corporation [...].", il *New York Business Corporation Law*, § 905 lett. (a) che dispone al riguardo "[...] Any domestic corporation owning at least ninety percent of the outstanding shares of each class of another domestic corporation or corporations may either merge such other corporation or corporations into itself without the authorization of the shareholders of any such corporation or merge itself and one or more of such other corporations into one of such other corporations with the authorization of the parent corporation's shareholders [...]".

Il § 253 del *Delaware Code*, rubricato: “*Merger of parent corporation and subsidiary or subsidiaries.*”, contiene la disciplina delle *short-form mergers*.

La *section* in argomento stabilisce che, nei casi in cui una società²⁰⁸ - o un suo c.d. *wholly-owned acquisition vehicle*, ossia un veicolo costituito *ad hoc* per tali operazioni, di cui la società possiede la totalità delle partecipazioni - detenga una quota di almeno il novanta per cento delle azioni circolanti di ciascuna categoria con diritto di voto, di una o più società, potrà:

- a) incorporare, mediante una fusione, la (o le altre) società, assumendone tutti gli obblighi; ovvero,
- b) fondere se stessa - o se stessa insieme ad altre società partecipanti all’operazione - in altre *corporations*.

La norma specifica, inoltre, che una *short-form merger* può essere effettuata tra società una delle quali, almeno, deve essere una *corporation* costituita e governata dalla legge in vigore nello Stato del *Delaware*, mentre le altre, potranno anche essere società di altri Stati non necessariamente appartenenti agli Stati Uniti, o costituite nel *District of Columbia*, a condizione che, tuttavia, la normativa vigente in quei paesi permetta a tali società di fondersi con società appartenenti ad altre giurisdizioni (§ 253 DGCL lett. (a))²⁰⁹.

Va ancora sottolineato - prima di passare all’analisi degli adempimenti procedurali richiesti dalla tipologia di fusione in esame - che, mentre la lett. (a) del § 253 DGCL, detta la disciplina con riferimento alle società, le cui partecipazioni siano rappresentate da azioni, la lett. (f) della medesima *section* dispone che la normativa sulle *short-form merger* si applica anche alle *nonstock corporations*, nell’ipotesi in cui la *parent corporation* appartenga a tale categoria societaria e, ancora, che essa sarà, la società superstite all’operazione (la *surviving corporation*). In quest’ultimo caso le disposizioni dettate per il consiglio di amministrazione e per i singoli amministratori di una *parent*

²⁰⁸ Tale società prende il nome di *parent corporation*, mentre la società di cui detiene le partecipazioni azionarie è detta *subsidiary corporation*. Si cfr. per una definizione di tali tipologie societarie *supra* la nota n. 51.

²⁰⁹ Si veda anche la lett. (e) della medesima *section*, la quale dispone che la normativa del *Delaware* stabilisce, ancora, che, una *short-form merger*, può essere effettuata anche tra società, alcune delle quali siano costituite e governate ai sensi della legislazione di uno Stato che non appartenga agli Stati Uniti, a condizione tuttavia che, la giurisdizione di tale Stato consenta ad una propria società di fondersi con società straniera.

corporation dovranno applicarsi ai membri del c.d. *governing body* della società controllante.

Per contro, questa tipologia di operazione, non è permessa quando coinvolge una *charitable nonstock corporation* se, in seguito alla fusione, il c.d. *charitable status* di quest'ultima andrebbe perso o comunque limitato (§ 253 lett. (g) DGCL).

Affinché l'operazione di *short-form merger* diventi produttiva di effetti, ai sensi del § 103 DGCL espressamente richiamato, è necessario il deposito del c.d. *Certificate of Ownership and Merger* presso il *Secretary of State* del *Delaware*. Tale documento dovrà contenere una copia della delibera con cui il consiglio di amministrazione della *parent corporation* ha deciso di effettuare tale operazione, la data in cui è stata adottata e dovrà ulteriormente specificare che la società controllante detiene una quota pari ad almeno il novanta per cento delle azioni circolanti in ciascuna delle categorie presenti nelle società controllate partecipanti alla fusione.

Prosegue la norma statuendo che, se la *parent corporation* non possiede tutte le azioni circolanti di tutte le società *subsidiaries* partecipanti alla fusione, la decisione del consiglio di amministrazione dovrà ulteriormente indicare i termini e le condizioni della fusione “[...] *including the securities, cash, property, or rights to be issued, paid, delivered or granted by the surviving corporation upon surrender of each share of the subsidiary corporation or corporations not owned by the parent corporation, or the cancellation of some or all of such shares.[...]*” (§ 253 lett. (a) DGCL).

Se ricorrono, dunque, le condizioni indicate, non saranno richiesti, al fine di effettuare l'operazione, né l'*agreement of merger*, né il voto assembleare delle società partecipanti all'operazione.

Tale regola però subisce una deroga nel caso in cui la società controllante non sia, al termine della fusione, la *surviving corporation*. In questo caso, il *Certificate of Ownership and Merger* dovrà altresì indicare che la fusione è stata approvata anche dai soci della *parent corporation* mediante il raggiungimento del *quorum* della maggioranza delle azioni circolanti con diritto di voto, in una assemblea regolarmente convocata e che si terrà decorsi venti giorni da quando è stato spedito il preavviso contenente le ragioni della convocazione della assemblea, a ciascun azionista, con le dovute modalità. Va ancora detto che, inoltre, la delibera del consiglio di amministrazione dovrà ulteriormente specificare le modalità per la emissione *pro rata* di azioni della società

surviving per i titolari di azioni della società controllante, mediante resa del relativo certificato. (§ 253 lett. (a) DGCL).

La *section 253* DGCL sottolinea inoltre che, se la società superstite all'operazione è una c.d. *foreign corporation*, ossia che: “[...] *exists under the laws of the District of Columbia or any state or jurisdiction [...]*” diversa dallo stato del *Delaware*, si applicheranno, a tale tipologia di *merger*, in quanto compatibili:

1) le disposizioni, dettate dal § 252 lett. (d) DGCL per le *mergers* e le *consolidations* tra società del *Delaware* e le società straniere, o la normativa, di cui al § 258 lett. (c) del DGCL, che regola le fusioni tra le “*domestic and foreign stock and nonstock corporations*”; e,

2) i termini e le condizioni della fusione devono obbligare la *surviving corporation*, a fornire l'accordo e a porre in essere gli adempimenti richiesti dai §§ 252 lett. (d) o 258 lett. (c) del DGCL, in quanto compatibili^{210 211}.

La lett. (c) della norma in esame richiama, ancora, l'applicazione del § 251 lett. (d) e prevede che venga applicata anche alle *short-form merger* la normativa in esso contenuta, riguardante l'*amendment* e la c.d. *termination* del *merger agreement*, la quale, quindi, si applicherà in egual maniera alla particolare operazione in esame²¹².

Inoltre, è estesa alla fattispecie in esame, anche la applicazione della disciplina di cui alla lett. (e) della *section 251* DGCL, la quale statuisce che, siano effettuate in automatico le modifiche dell'atto costitutivo della società *surviving* - quando questa sia una *subsidiary corporation* dello Stato del *Delaware* - che siano previste nell'accordo di fusione²¹³.

²¹⁰ Va ricordato che il § 252 è rubricato: “*Merger or consolidation of domestic and foreign corporations; service of process upon surviving or resulting corporation.*” mentre il § 258 è rubricato: “*Merger or consolidation of domestic and foreign stock and nonstock corporations.*”. Per l'analisi delle disposizioni contenute in queste *sections* del DGCL si rimanda al paragrafo 2.2.

²¹¹ La *section 253* lett. (b) prescrive che nel caso in cui la società superstite sia una società del *Delaware* può cambiare la propria denominazione sociale, mediante una apposita clausola inserita nella delibera approvata dal consiglio di amministrazione della *parent corporation* e riportato anche nel *certificate of ownership and merger*. Soddifatti tali adempimenti alla data in cui la fusione esplicherà i propri effetti, il nome della società sarà cambiato.

²¹² Per una disamina degli istituti dell'*amendment* e della *termination*, ai sensi del § 251 lett. (d) del *Delaware Code* si veda il § 2.1. sulle *statutory mergers* e le *consolidations*.

²¹³ Precisa ulteriormente la lett. (c) del § in esame che i riferimenti al c.d. *agreement of merger*, contenuti nel § 251 lett. (d) ed (e) DGCL espressamente richiamati, devono considerarsi riferiti ai fini della disciplina di una *short-form merger* alla delibera di fusione approvata dal consiglio di amministrazione della *parent corporation*.

La lett. (c) conclude, infine, disponendo che, nel caso in cui una *short-form merger* ponga in essere modifiche non autorizzate o non previste nel § 253 o rese applicabili dalla stessa lettera (c) di tale *section*, dovranno essere rispettate le condizioni di cui ai §§ 251, 252, 257, 258 DGCL²¹⁴.

È importante anche analizzare, oltre agli aspetti procedurali di una *short-form merger*, anche gli aspetti processuali di questa. A tal riguardo, si deve alla Corte Suprema del *Delaware* la creazione della c.d. “*proper business purpose doctrine*”, sviluppata in diversi casi dal 1977 in poi, e precisamente: *Singer v. Magnavox*²¹⁵, *Tanzer v. Int'l General Industries, Inc.*²¹⁶ e il caso *Roland Int'l Corp. v. Najjar*²¹⁷ dove i giudici introdussero, ai fini della validità di una *freeze-out merger*, il requisito secondo il quale tale operazione sarebbe dichiarata invalida qualora l'unico scopo perseguito sia quello della eliminazione degli azionisti di minoranza, indipendentemente dal fatto che venisse o meno pagato agli azionisti di minoranza il giusto prezzo per la loro partecipazione azionaria, e quindi era necessario un c.d. “*proper business purpose*”, ossia il perseguimento, mediante l'operazione, di una attività corretta, valida e razionale.

Tuttavia, la Corte effettuò, a tal riguardo, un cambio di direzione, nel caso *Weinberger v. Universal Oil Products, Inc.*²¹⁸ in cui non richiese la sussistenza di tale requisito e affermò che “[...] *The requirement of a business purpose is new to our law of mergers and was a departure from prior case law*²¹⁹ [...] *we do not believe that any additional meaningful protection is afforded minority shareholders by the business purpose requirement of the trilogy of Singer, Tanzer, Najjar, and their progeny. Accordingly, such requirement shall no longer be of any force or effect. [...]*”. In seguito al noto caso *Weinberger v. UOP*, una *freeze-out merger* deve soddisfare lo *standard* dell'*entire fairness*.

²¹⁴ Per la disamina delle *sections* citate si consultino i paragrafi 2.1. e 2.2. della presente trattazione.

²¹⁵ *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977). Si veda per approfondire la *proper business purpose doctrine*” BAINBRIDGE S. M., *Mergers and acquisitions*, Thomson Reuters/Foundation press, New York, 2009, p. 120.

²¹⁶ *Tanzer v. Int'l General Industries, Inc.*, 379 A.2d 1121 (Del. 1977).

²¹⁷ *Roland Int'l Corp. v. Najjar*, 407 A.2d 1032 (Del. 1979).

²¹⁸ *Weinberger v. UOP, Inc.* 457 A.2d 701 (Del. 1983). Per una analisi del caso si veda il § 3.

²¹⁹ *Stauffer v. Standard Brands, Inc.*, 187 A.2d 78 (Del. Supr. 1962); *David J. Greene & Co. v. Schenley Industries, Inc.*, 281 A.2d 30 (Del. Ch. 1971),

Anche il MBCA, al § 11.05. (*MERGER BETWEEN PARENT AND SUBSIDIARY OR BETWEEN SUBSIDIARIES*) detta la disciplina delle *short-form merger*. Dunque, mediante l'operazione descritta dal MBCA - la quale è quasi del tutto identica a quella dettata dal *Delaware Code* - la *parent corporation*, la quale detiene almeno il 90%, in qualsiasi categoria, di azioni circolanti con diritto di voto di una propria *subsidiary corporation*, può porre in essere una fusione per incorporazione di quest'ultima: o in se stessa, ovvero in un'altra società di cui detiene il controllo, ovvero ancora, fondere se stessa all'interno della società in cui detiene la suddetta partecipazione, senza l'approvazione dei membri del consiglio di amministrazione e dei soci, espressa in assemblea, della società controllata. A meno che - precisa ulteriormente la norma - l'atto costitutivo di una delle società partecipanti all'operazione stabilisca diversamente, ovvero, nel caso di una società soggetta alla disciplina di un altro ordinamento, sia necessario, ai sensi della legge in vigore in quel paese, l'approvazione del consiglio di amministrazione e dei soci. (§ 11.05. lett. (a) MBCA). Ove non ricorra tale ultima ipotesi, la società controllante, entro dieci giorni dalla data in cui la fusione è diventata produttiva di effetti, dovrà notificare, agli azionisti della società controllata, che la fusione è produttiva di effetti (§ 11.05. lett. (b) MBCA)²²⁰.

In conclusione, confrontando le due discipline descritte possiamo notare che la normativa dettata dal MBCA risulta più flessibile rispetto a quella dettata nello Stato del *Delaware*. Ciò in quanto le previsioni del *Delaware Code* risultano più limitate, poiché, prevedono che una *short-form merger* possa essere eseguita tra una *parent corporation* e, solamente, una *direct subsidiary corporation*. Per converso invece, il MBCA permette questa tipologia di operazione sia con le *direct* che con le *indirect subsidiary corporation*.

Tale ultima disciplina consente inoltre, di fondere anche la propria società controllata con un'altra delle proprie società *subsidiary*, giovandosi ulteriormente della snellezza della disciplina delle *short-form merger*. Ipotesi, quest'ultima, non prevista dalla *Delaware General Corporation Law*.

²²⁰ Il § 11.05. si chiude con le previsioni della lett. (c), ove è stabilito che per tutto quanto non è espressamente specificato si rimanda alla normativa generale, contenuta nel MBCA, delle *mergers*.

3.6. Triangular mergers e reverse triangular mergers: breve studio della de facto merger doctrine.

Le *triangular mergers* e le *reverse triangular mergers* sono operazioni societarie, strutturate in modo particolare, che possono essere anch'esse annoverate tra le diverse tipologie di *freeze-out transactions*.

Per tali categorie particolari di fusioni va precisato che non vi è un'apposita disciplina tipizzata in uno *statute*, in quanto si tratta di una c.d. *corporate reorganization*, effettuata dalla *acquiring corporation*, la quale ultima, da un lato utilizza e fa perno proprio su una *statutory merger* e sulla relativa normativa, senza tuttavia, dall'altro lato, assumere le responsabilità delle società partecipanti all'operazione e bypassando il requisito del voto assembleare e dell'*appraisal right*.

Cominciando dalla prima, una *triangular merger* (detta anche *forward triangular merger*, per distinguerla dall'altra tipologia, che analizzeremo sempre in questo paragrafo) è una fusione nella quale la società acquirente costituisce *ad hoc* una c.d. *shell subsidiary*²²¹ - ossia, una società controllata, la quale è in realtà una scatola vuota, utilizzata dalla società controllante come veicolo per le proprie operazioni - il cui capitale sociale è formato dalla *consideration* per la fusione che la società acquirente dovrà pagare agli azionisti della società bersaglio (*target*) al termine della fusione. La *parent acquiring company* sottoscrive tutte le azioni emesse dalla società fittizia. Dopo questa fase iniziale, l'operazione in argomento si conclude con la fusione per incorporazione della società bersaglio nella *shell subsidiary*, la quale ultima sarà, quindi, la società superstite dell'operazione²²².

Dal punto di vista degli aspetti procedurali per porre in essere questa particolare categoria di fusione, bisogna fare delle distinzioni. Per la società bersaglio non vi è alcuna differenza, in quanto deve essere eseguito il procedimento ordinario dettato per

²²¹ Per la definizione generale di *shell corporation* si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 394.

²²² Per uno schema della complessa struttura di una c.d. *forward triangular merger* si veda OESTERLE D. A., *The Law of Mergers and Acquisitions*, 3d Edition, Thomson West, 2005, p. 76.

una *statutory merger*²²³, con il rispetto anche delle relative garanzie a tutela degli azionisti di minoranza.

Discorso in parte diverso va invece fatto per la società acquirente. Quest'ultima, infatti, formalmente non è parte dell'operazione - sono infatti considerate *constituent corporations* soltanto la società bersaglio e la società fittizia, creata appositamente per l'operazione - sicché i suoi soci non potranno né votare per la approvazione dell'*agreement of merger*, né, nel caso in cui vi siano degli azionisti contrari alla fusione, avranno diritto ad esercitare l'*appraisal right* predisposto a salvaguardia della loro partecipazione azionaria.

Il risultato è che la società *target*, al termine della *merger*, si ritroverà ad essere una società controllata per intero (precisamente una c.d. *wholly-owned subsidiary*) dalla società acquirente che ha avviato questa operazione. In tal modo, gli azionisti originari della società bersaglio diventeranno soci della *acquiring corporation*, ovvero, in caso contrario, le loro azioni saranno interamente rilevate da quest'ultima, e di conseguenza saranno tagliati fuori dalla società.

Infine, va ulteriormente sottolineato che, data la particolare struttura della fusione in argomento, potrebbero sorgere dei dubbi sulla ripartizione delle responsabilità assunte prima della *merger* e di quelle che potranno sorgere in futuro.

Con riguardo alla società *target*, essendo al termine dell'operazione, come già accennato, una società interamente posseduta dalla società acquirente, formalmente essa non cessa di esistere e di conseguenza non si trasferiranno, ma rimarranno in capo ad essa, le responsabilità per le obbligazioni assunte fino a quel momento, nonché quelle che assumerà successivamente. In questo caso, l'attore che volesse agire giudizialmente contro la società *target*, e coinvolgere nel processo anche la società acquirente, non avrà altra possibilità che "*piercing the corporate veil*"²²⁴, ossia, letteralmente "perforare il velo societario" ed estendere la responsabilità anche a chi, utilizzando come scudo la società *target*, compie le proprie operazioni societarie. Va ulteriormente detto che, in questo caso, anche qualora l'attore riuscisse in questo intento, la responsabilità della

²²³ Nel nostro caso, rifacendosi come modello sempre allo Stato del *Delaware*, andrà applicata la disciplina prescritta nel *Delaware Code* ai §§ 251 e ss.

²²⁴ Per la definizione di *corporate veil* si veda GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 390 secondo il quale è: "[...] (1927) *The legal assumption that the acts of a corporation are not the actions of its shareholders, so that the shareholders are exempt from liability for the corporation's actions.*"; per la definizione invece di *piercing corporate veil* cfr. sempre GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1264.

società acquirente sarebbe in ogni caso limitata all'ammontare dell'investimento effettuato nella società bersaglio.

Questa appena descritta non è tuttavia l'unica soluzione, in quanto i giudici chiamati a dirimere una controversia potrebbero applicare alla fattispecie in esame la c.d. dottrina delle *de facto mergers*. Questa teoria, in breve, si fonda sul principio di prevalenza della sostanza sulla forma. I giudici che aderiscono a tale dottrina possono, quindi, valutare le operazioni come vere e proprie *statutory merger* e di conseguenza applicare la relativa disciplina. Ciò è fondamentale, inoltre, al fine di garantire ai soci l'espressione del proprio voto in assemblea e, nel caso di dissenso, la tutela prevista dall'*appraisal right*.

Eppure la *de facto merger doctrine* non è condivisa da tutte le Corti degli Stati Uniti.

Esempio emblematico in tal senso è la Corte Suprema del *Delaware*, la quale nel famoso caso *Hariton v. Arco Electronics, Inc.*²²⁵ si espresse in senso negativo riguardo alla teoria in esame. In breve *Arco Electronics, Inc.* (in seguito solo *Arco*) e *Loral Electronics, Inc.* (in seguito solo *Loral*) si accordarono per porre in essere una operazione di *sale of all assets*²²⁶, nella quale *Arco* trasferiva tutti i propri *assets* a *Loral*, ricevendo in cambio un determinato ammontare delle azioni di questa, le quali sarebbero poi state distribuite agli azionisti di *Arco* come liquidazione della loro partecipazione. Tuttavia l'attore, *Martin Hariton*, citò in giudizio la propria società, *Arco*, sostenendo che l'operazione era di fatto una fusione e di conseguenza non era stata rispettata la normativa del *Delaware* in materia, la quale prevede che il convenuto avrebbe dovuto notificare agli azionisti il loro diritto di esercitare l'*appraisal right* e, in conseguenza di ciò, ricevere il *fair value* per le proprie azioni. La Corte, sebbene ritenne che tale operazione avesse in sostanza ottenuto lo stesso risultato di una vera e propria operazione di fusione, statui, tuttavia, che la forma dovesse prevalere sulla sostanza, rigettando la dottrina della *de facto merger*.

Anche nello Stato della *Pennsylvania* troviamo una situazione analoga. Inizialmente le Corti cercarono di preservare tale teoria ed applicarla, ma alla fine, anche in questo ordinamento, fu abbandonata. Infatti la normativa statale sul diritto societario, la c.d. *Pennsylvania Business Corporation Law* (PBCL), prima nel 1957, e successivamente,

²²⁵ *Hariton v. Arco Electronics, Inc.*, 188 A.2d 123, (Del. 1963). Per un maggiori dettagli sul caso in esame si veda EISENBERG M. A., *op. cit.*, pp. 1062 e ss.

²²⁶ Per una breve descrizione di tale operazione si rimanda al paragrafo 3 di tale trattazione.

nel 1959, fu emendata disponendo esplicitamente l'abolizione della *de facto merger doctrine*.

Merita comunque di essere citato il caso *Farris v. Glen Alden Corp.*²²⁷ concernente una particolare operazione nella quale la *List Industries Corp.* (in seguito solo *List*), acquistò inizialmente una quota di azioni, pari al 38.5%, del capitale di *Glen Alden Corp.* (in seguito solo *Glen*). Successivamente *List* trasferì i propri *assets* a *Glen* ricevendo in cambio le azioni di quest'ultima. La società *List* liquidò le proprie partecipazioni distribuendo le azioni della società *Glen* ai propri soci. Tuttavia, *Stephen Farris*, azionista della società *Glen*, citò in giudizio quest'ultima sostenendo che, essendo contrario all'operazione, egli era titolare del diritto di *appraisal* poiché l'operazione realizzata da *List* e *Glen* era in realtà una fusione a tutti gli effetti. I giudici accolsero, in questo caso, le pretese dell'attore e reputarono l'operazione come una *de facto merger* avendo riguardo non solo alla natura, ma soprattutto alle conseguenze concrete dell'operazione.

Una delle motivazioni che ha portato alcuni Stati a discostarsi da tale dottrina è data dal fatto che le leggi statali prevedono appositamente diverse tecniche di acquisizione, al fine di adeguare le varie operazioni alle diverse sfaccettature delle esigenze reali delle società. Per contro, ad opinione di questi Stati, abbracciando una tale teoria, le Corti non otterrebbero altro risultato che incrementare, da un lato, l'incertezza di questi metodi di acquisizione, e dall'altro, dissolvere i vantaggi derivanti dall'avere a disposizione una molteplicità di tecniche di acquisizione differenti.

Ciononostante vi sono anche Stati in cui, al contrario, la *de facto merger theory* è tuttora applicata. Sorge qui, però, il problema di come individuare, con precisione, quando due operazioni sono così tanto somiglianti da dover essere trattate allo stesso modo.

Il metodo usato dalle Corti è quello di domandarsi se l'operazione di cui si tratta comporti un cambiamento fondamentale nella struttura societaria. A tal fine, i giudici di hanno individuato alcuni fattori di cui tenere conto in tale determinazione, fra i quali, ad esempio, se vi siano o meno cambiamenti nella compagine degli azionisti, o modifiche

²²⁷ *Farris v. Glen Alden Corp.*, 143 A.2d 25 (Pa. 1958). Si veda inoltre, sempre per un approfondimento sul caso citato, EISENBERG M. A., *op. cit.*, pp. 1065 e ss.

all'interno del consiglio di amministrazione o, ancora, variazioni significative del valore delle azioni e della strategia economica della società, e così via.

Sul tema è interessante il caso *Good v. Lackawanna Leather Co.*, ove la Corte del *New Jersey* statui che nella fattispecie in esame "*Thus, every factor present in a corporate merger is found in this corporate plan, except, perhaps, a formal designation of the transaction as a 'merger.'* There is proposed: (1) a transfer of all the shares and all the assets [alla società incorporante]; (2) an assumption [della società incorporante delle] liabilities [della società incorporata]; (3) a 'pooling of interests' of the two corporations; [...] (5) a joinder of officers and directors from both corporations on an enlarged board of directors; [...]"²²⁸.

Con riferimento alle tecniche di fusione cc.dd. *triangular*, va infine detto che le *reverse triangular mergers* sono operazioni societarie identiche a quella descritte sopra, con la sola differenza che la società superstite alla fusione non sarà la *shell subsidiary* creata di proposito dalla società acquirente, come nel caso precedente, ma sarà invece la società bersaglio.

Per gli altri aspetti dell'operazione vale quanto detto in precedenza, ossia che al termine dell'operazione la società bersaglio si configurerà comunque come una società controllata dalla società acquirente, nella quale la totalità delle partecipazioni sono possedute da quest'ultima. Anche in questo caso la società *target* dovrà seguire la procedura di fusione, con i relativi adempimenti, dettata dalla normativa dello Stato di riferimento.

In conclusione, anche per le *reverse triangular mergers* valgono, sulla ripartizione delle responsabilità, le riflessioni esposte precedentemente.

Un problema rilevante sorto con l'utilizzo delle *triangular mergers* è che esse possono causare uno stravolgimento del voto degli azionisti e del diritto di *appraisal*. Tale questione fu affrontata, tra i tanti, nel caso *Terry v. Penn Central Corp.*²²⁹ nel quale quest'ultima, attraverso una propria *shell subsidiary*, tentò di acquisire *Colt Industries Inc.*, mediante una *triangular merger*. I due azionisti di *Penn Central*, *Terry* e *Hunt*, si opposero all'operazione sostenendo che l'operazione tra *Penn Central Corp.* e *Colt* era

²²⁸ Si veda per un approfondimento del caso *Good v. Lackawanna Leather Co.*, 233 A.2d 201 (N.J. Ch. 1967). Si consulti inoltre in materia il caso *Pratt v. Ballman-Cummings Furniture Co.*, 495 S.W.2d 509 (Ark. 1973).

²²⁹ *Terry v. Penn Central Corp.* 668 F.2d 188 (3d Cir. 1981).

di fatto una fusione e che di conseguenza gli stessi erano titolari del diritto di *appraisal*. Gli azionisti, le cui società sono parti di una fusione ai sensi della *section 908 PBCL*, sono titolari del diritto di voto e possono esercitare, in caso di dissenso, il diritto di *appraisal*. Inoltre, se si tratta di una operazione diversa da una *merger*, affinché gli azionisti delle società partecipanti all'operazione abbiano gli stessi diritti, devono rientrare nella previsione della *section 311 PBCL*²³⁰. In questo caso però l'operazione non rientrava in tale disposizione e la Corte rigettò la domanda degli attori²³¹. Questa decisione scaturì dalla particolare disciplina dettata al riguardo nello Stato della *Pennsylvania*.

Soluzioni diverse sono invece previste in altri ordinamenti. Per fare un esempio, tra i tanti, nella *California General Corporations Law* ai §§ 1200 lett. (e) e 1201 è statuito che una *merger reorganization* deve essere approvata con il voto assembleare anche degli azionisti della società che esercita il controllo su una qualsiasi delle *constituent corporation*.

In conclusione, possiamo affermare che una *triangular merger* consente di esercitare il diritto di voto e l'*appraisal right* agli azionisti della società acquirente, in quanto l'*acquiring corporation* è considerata una vera e propria società partecipante alla fusione, ossia una c.d. *constituent corporation*.

4. Altre forme di *fundamental changes*: il *leveraged buy out* e il *management buy out*.

Il *Black's law dictionary (9th Edition)* descrive l'operazione di *leveraged buyout* come “[...] (1975) *The purchase of a publicly held corporation's outstanding stock by*

²³⁰ “[...] *Section 311, in turn, provides for dissent and appraisal rights only when an acquisition has been accomplished by "the issuance of voting shares of such corporation to be outstanding immediately after the acquisition sufficient to elect a majority of the directors of the corporation." [...]*”. (*Terry v. Penn Central Corp.* 668 F.2d 188 (3d Cir. 1981)).

²³¹ Per un approfondimento delle dinamiche del caso citato si veda EISENBERG MELVIN. A., *op. cit.*, pp. 1075 e ss.

[...] *outside investors, financed mainly with funds borrowed from investment bankers or brokers and usu. secured by the corporation's assets. — Abbr. LBO.*"²³²

Una *leveraged buyout* (LBO)²³³ è, dunque, un'operazione nella quale una società - che nel gergo tecnico viene detta *financial buyer* (denominata inoltre *leveraged buyout firm*, ovvero ancora, *sponsor*)²³⁴ - acquisisce una partecipazione di controllo del capitale di un'altra società, le cui azioni possono o meno essere quotate nei mercati finanziari.

La caratteristica fondamentale - e il pilastro dell'intera operazione - consiste nel fatto che tutta, o comunque la maggior parte di tale acquisizione, è finanziata mediante la "*leverage*"; proprio il "fare leva" sull'indebitamento²³⁵ permette alla società (colui che pone in essere l'operazione è, a tal fine, detto anche *borrower*, ossia mutuatario) di realizzare operazioni altamente speculative che, conseguentemente, promettono alti tassi di rendimento.

Altro elemento caratterizzante della *leveraged buyout* è il fatto che i beni patrimoniali della società, che viene acquisita o incorporata, sono poi utilizzati come garanzia per il debito contratto nella fase iniziale dell'operazione²³⁶; ciò comporterà, pertanto, che la struttura iniziale del capitale di questa sia rappresentato nella quasi totalità da debiti²³⁷.

L'operazione in argomento si conclude, solitamente, con la fusione per incorporazione della società bersaglio con una società costituita *ad hoc* dal c.d. *Buyer*, in modo che quest'ultimo acquisisca la disponibilità degli *assets* della società *target*, per fornire garanzia per il prestito ricevuto.

²³² GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 228.

²³³ Tale operazione è ulteriormente detta *highly leveraged transaction* (HLT), o, ancora "*bootstrap transaction*."

²³⁴ Per una ulteriore definizione di *leveraged buyout* nonché, per la nozione di *sponsor* (o *leveraged buyout firm*) si consulti il "*Glossary of Corporate and Bank Finance Slang and Terminology*" al sito internet: <http://www.lw.com/bookofjargon/boj-us-corporate-and-bank-finance>.

²³⁵ Nella maggior parte dei casi, per compiere l'acquisizione, l'ammontare del debito varia tra il 70% e il 90%, mentre la parte restante fa parte del capitale della società acquirente.

²³⁶ Va inoltre detto che, in alcuni (rari) casi, sono a volte utilizzati, come garanzia, i beni patrimoniali della società acquirente.

²³⁷ Spesso la società acquirente dovrà presentare alla società bersaglio, nel caso si tratti di una operazione concordata, una c.d. *commitment letter*, ossia una lettera nella quale il mutuante si impegna ad erogare il prestito per finanziare l'operazione.

Va detto, inoltre, che un *leveraged buyout* è definito *reverse* quando una società quotata, in seguito ad un LBO, non lo è più (*going private transaction*), con lo scopo successivo di diventare nuovamente quotata dopo qualche tempo.

La *ratio* di questa particolare operazione sta nel fatto che le società che realizzano l'operazione, e trasformano in chiusa la società bersaglio, in realtà ritengono che essa sia sottovalutata, possibilmente a causa di una gestione inefficiente. Il *leveraged buyout firm* apporrà, quindi, tutti gli opportuni cambiamenti (ad esempio la sostituzione dei membri del consiglio di amministrazione), al fine di aumentare l'efficienza economica della società. Nel caso in cui i miglioramenti prospettati si realizzino, è probabile che la società, che aveva subito il c.d. *delisting*, possa essere nuovamente quotata nel mercato finanziario tramite una *initial public offer* (IPO)²³⁸.

La provenienza del capitale per il compimento di queste operazioni è quasi sempre molto eterogenea: spesso è il risultato di prestiti bancari, da parte di altri istituti di credito, ovvero scaturisce dall'emissione di particolari categorie di obbligazioni caratterizzate da un alto tasso di rendimento, ma con un elevato profilo di rischio; tali obbligazioni, che prendono il nome di *high-yield bonds*, sono state create *ad hoc*, proprio nel mercato statunitense, per finanziare le operazioni di LBO poste in essere da società di medie dimensioni²³⁹. Infine, va sottolineato che, spesso, il debito contratto è la combinazione di due tipologie di credito: (i) garantito e (ii) senza prestazione di alcuna garanzia²⁴⁰.

Va ancora detto che un ruolo di prim'ordine, nell'erogare i finanziamenti alle società acquirenti e nel compiere direttamente *leveraged buyout*, è ricoperto dalle società di *private equity*. Queste sollecitano gli investitori istituzionali a compiere ingenti investimenti, utilizzandoli al fine di acquistare partecipazioni azionarie in diverse

²³⁸ È detta IPO la prima vendita al pubblico di azioni emesse da una società che, intende quotarsi nei mercati finanziari. Cfr. per una più dettagliata nozione GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1189; e il sito internet <http://www.lw.com/bookofjargon/boj-us-corporate-and-bank-finance>.

²³⁹ Si consulti, per una definizione più dettagliata di tale tipologia di obbligazioni - detta anche *junk bond*, ossia obbligazioni "spazzatura" - la nota n. 16. Si veda, ancora, per una breve analisi della struttura del capitale delle operazioni di *leverage* DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 507 e ss.

²⁴⁰ Per una descrizione dei vari metodi di finanziamento dell'operazione in discussione si vedano DAMODARAN A., *The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1162862> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1162862>, 2008, pp. 4 e ss.; ECKBO B. E., THORBURN K. S., *Corporate Restructuring: Breakups and LBOs*, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 2, North-Holland/Elsevier*, in *Tuck School of Business, Working Paper No. 2008-49*, 2008, pp. 473 e ss.; GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 316 e ss.

società, o talora al fine di rilevare intere società. In alcuni casi, poi, combinando le partecipazioni detenute con un ingente ammontare di debito, pongono in essere operazioni di LBO.

Considerando, dunque, che al termine dell'operazione in argomento - che si fonda proprio sul ricorso al debito - la società acquisita avrà una particolare struttura del capitale, caratterizzato soprattutto da un alto indebitamento, una società *target* particolarmente allettante sarà contrassegnata, di conseguenza, da un solido stato patrimoniale²⁴¹, da livelli di debito molto bassi e da flussi di cassa stabili.

Tale metodologia di acquisizione di una società, se, da un lato, facilita le acquisizioni di partecipazioni societarie - permettendo anche di poter puntare, grazie all'ingente ricorso al prestito, a società bersaglio di grandi dimensioni - dall'altro lato espone le stesse ad un altissimo rischio di fallimento, in quanto non stabili e molto sensibili alla variazione degli utili conseguiti, al fine del pagamento delle obbligazioni di debito e dei relativi interessi. Una modesta variazione nei ricavi potrà comportare il destabilizzarsi di questo delicato equilibrio della società²⁴².

Il primo *leveraged buyout* risale al 1955, e fu utilizzata, da parte della *McLean Industries* - società costituita, di proposito, al fine di realizzare tale operazione - come tecnica per l'acquisizione di *Pan-Atlantic Steamship Company* e *Gulf Florida Terminal Comapany* da *Waterman Steamship Corporation, Inc.* Infine, qualche mese dopo, *McLean* completò l'operazione con l'acquisto anche della *Waterman Steamship Corporation*.

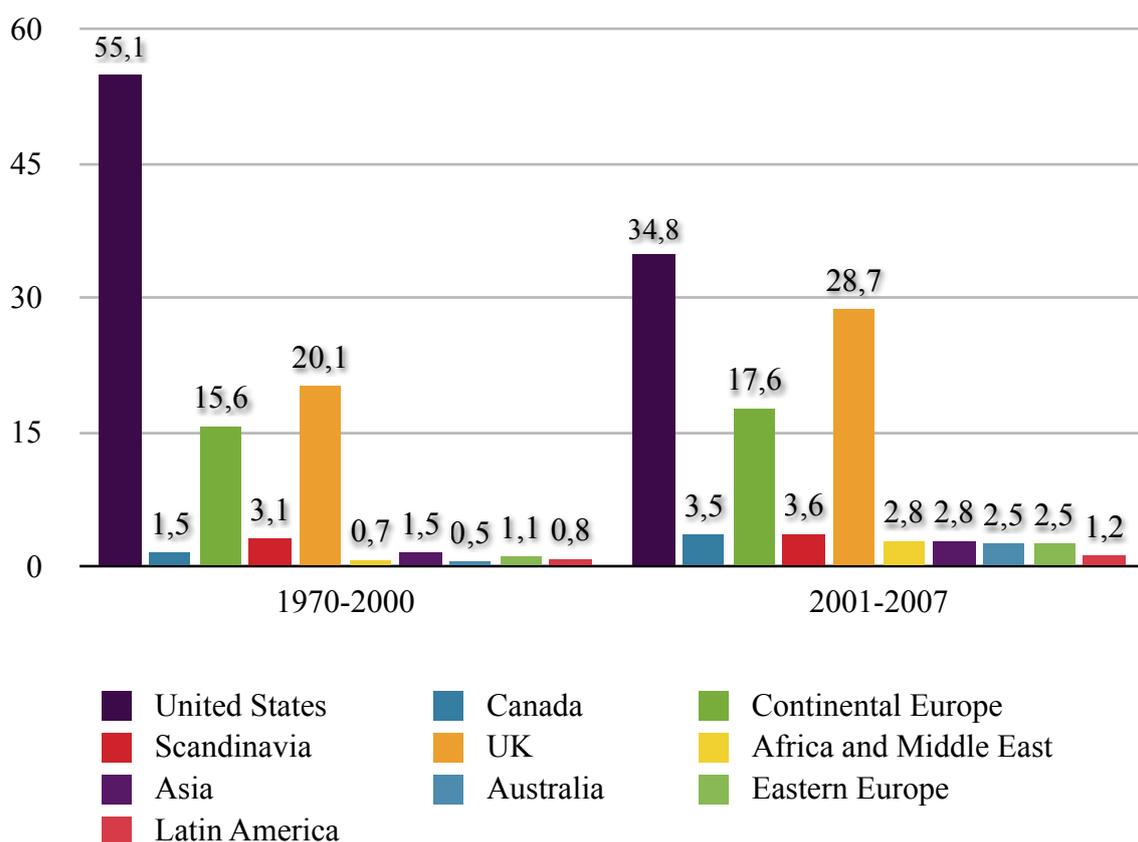
In breve, l'imprenditore *McLean*, il quale, per completare l'operazione, si era indebitato per circa venti milioni di dollari, saldò tale debito mediante l'utilizzo di denaro e di beni patrimoniali della *Waterman Corporation*.

²⁴¹ Esattamente si presta attenzione al c.d. *balance sheet* il quale è un documento corrispondente a quello che noi, nella redazione del bilancio d'esercizio, definiamo: stato patrimoniale, che indica la situazione patrimoniale di una società. Cfr. per la nozione di *balance sheet* GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 163; e il sito internet <http://www.lw.com/bookofjargon/boj-us-corporate-and-bank-finance>.

²⁴² Si veda per una analisi dettagliata dei guadagni che conseguono ad una LBO GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 309 e ss. Cfr. inoltre per una disamina degli effetti sull'innovazione e sui livelli di impiego in conseguenza della realizzazione di una operazione di LBO, DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 495 e ss.; ECKBO B. E. AND THORBURN K. S., *op. cit.*, pp. 475 e ss.; GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 323 e ss.;

Tuttavia, i *leveraged buyout* risultarono raramente utilizzati fino agli anni '80. Proprio nel periodo che va dal 1981 al 1989²⁴³, in concomitanza, per l'appunto, con la c.d. quarta *merger wave*, vi fu un enorme incremento del ricorso a tali operazioni: proprio queste ultime rappresentarono il veicolo attraverso il quale furono possibili le grandi *mergers* - le quali, come visto nel § 1 di questo capitolo, riguardavano la fusione per incorporazione di società di grandi dimensioni in società più piccole - che caratterizzarono quegli anni e che, per l'appunto, furono denominate *megamergers*²⁴⁴. Dopo questo periodo, si registrò nuovamente, tra il 2005 e il 2006, un incremento di tali operazioni - per l'esattezza di cc.dd. *mega-LBO* - a livello non più soltanto statunitense, ma globale²⁴⁵ (si veda il grafico sottostante).

Operazioni di LBO per singoli Paesi (valori espressi in %)



²⁴³ Proprio nel 1989 fu realizzata la più grande operazione di *leveraged buyout* di quel periodo, nella quale fu acquistata RJR Nabisco da parte di Kohlberg Kravis & Roberts per un ammontare di 25 miliardi \$. Cfr. a tal fine, per un interessante *case study* sull'argomento, GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 298 e ss.

²⁴⁴ Per l'analisi della *wave of megamergers* e, in generale, delle *merger waves*, si rimanda alla lettura del paragrafo 1 di questa trattazione.

²⁴⁵ Per l'approfondimento della nascita e dello sviluppo delle LBO, ed inoltre del ricorso a tali operazione dagli anni '80 in poi si veda GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 293 e ss.

Fonte dati: DEPAMPHILIS D. M., *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, Elsevier Academic Press, Amsterdam, 2010, p. 493.

Va detto altresì che sono sorte nella prassi, accanto al *leveraged buyout* classico, altre tipologie particolari di operazioni come: (i) il *management buyout* (MBO), operazione nella quale gli stessi *manager* della società si configurano come compratori della stessa; (ii) l'*employee buyout* (EBO), nel quale i dipendenti utilizzano dei fondi derivanti da un c.d. *employee stock ownership plan* (ESOP)²⁴⁶ al fine di rilevare tutte (o quasi) le partecipazioni azionarie della società; e infine (iii) le *restructurings*, operazione in cui la maggior parte dei beni patrimoniali è liquidata per poter far fronte ai debiti contratti per realizzare l'operazione.

Le forme per strutturare un'operazione di *leverage* sono diverse e, oltre a quelle appena citate, nella prassi continuano ad evolversi e a sorgere di nuove. La più comune forma di LBO utilizzata rimane sempre la c.d. *asset-based* LBO, la quale può consistere: (i) in una c.d. *direct merger* ovvero (ii) in una c.d. *subsidiary merger*.

Nel primo caso, avviene la fusione per incorporazione della società bersaglio nella società acquirente, la quale quindi sarà la *surviving corporation*. Se l'accordo in argomento prende la forma della *cash-for-stock merger* - ossia la società *target* riceverà, dalla società acquirente, denaro in cambio delle proprie partecipazioni azionarie - il finanziamento verrà erogato solo nel momento in cui sarà già stato siglato il contratto per la garanzia del prestito che pone un vincolo sui beni patrimoniali della società²⁴⁷; inoltre le azioni di questa sono anch'esse utilizzate come garanzia per il prestito ricevuto.

Nel secondo caso, invece, la società bersaglio viene fusa ed incorporata in una società *ad hoc*, costituita e controllata totalmente dalla società acquirente (c.d. *wholly-*

²⁴⁶ Si tratta di un fondo per i dipendenti, il cui capitale è investito (solitamente, almeno il 50% dell'intero ammontare) in azioni della società per finanziare l'ESOP stesso. Per la nozione di ESOP si cfr. GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 602; per un approfondimento si veda inoltre DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 22-23.

²⁴⁷ Tale accordo, il quale fa sorgere tra le parti interessate un c.d. *security interest*, prende esattamente il nome, nel gergo statunitense di *security agreement*. Si consulti per un approfondimento di tale ultimo termine GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1478; e il sito internet: <http://www.lw.com/bookofjargon/boj-us-corporate-and-bank-finance>. Si veda inoltre per la nozione di *security interest* GARNER B. A. (a cura di), *op. cit.*, p. 1478; e il sito internet: <http://www.lw.com/bookofjargon/boj-us-corporate-and-bank-finance>.

owned subsidiary). Quest'ultima realizza l'operazione di fusione dopo aver lanciato un'offerta pubblica di acquisto sulle azioni circolanti della società bersaglio.

Sebbene questa sia la forma più utilizzata, tuttavia l'operazione in argomento può essere strutturata anche in un altro modo, ossia, semplicemente, mediante la vendita dei propri beni patrimoniali da parte della società bersaglio alla società acquirente²⁴⁸.

Queste operazioni, qualunque sia la forma peculiare assunta, coinvolgono - nella gran parte dei casi, anche se non esclusivamente - società le cui azioni sono negoziate nei mercati regolamentati. In tal caso, l'operazione - il cui accordo prende il nome di *public to private* - rientra nella categoria delle cc.dd. *going private transactions*; ciò in quanto, in seguito all'acquisto di tutte le azioni circolanti nei mercati finanziari da parte di un piccolo gruppo o, a volte, di un solo compratore, la società cesserà la contrattazione delle azioni emesse in tali mercati²⁴⁹.

Come sopra ricordato, un'altra tipologia spesso utilizzata di LBO è quella del *management buyout* (MBO), ossia l'operazione di *leverage* posta in essere dagli stessi *manager* della società. Il punto di forza di questa operazione sta nel fatto che proprio il *management* della società è in possesso di informazioni che non sono pubbliche, e che quindi lo avvantaggiano rispetto a *buyers* esterni, favorendo inoltre la perfetta riuscita della operazione. Ciò ha comportato, negli ultimi dieci anni, l'aumento notevole del ricorso a tale peculiare LBO²⁵⁰.

I *managers* realizzano un MBO mediante l'investimento sia di capitali personali, sia, soprattutto, di capitali presi in prestito. Completata l'operazione, la società rilevata diventa una società diversa, separata dalla precedente, con propri azionisti e un proprio consiglio di amministrazione. Tuttavia, nonostante le differenze su elencate, il processo è identico a quello già descritto per gli LBO classici.

Questo tipo di operazione presenta, comunque, delle insidie dovute all'inevitabile conflitto di interessi che si crea in un MBO, poiché è altamente probabile che i

²⁴⁸ Inoltre una *leveraged buyout* può essere realizzata anche mediante altre tecniche particolari come ad esempio una *reverse stock split*. Per un approfondimento a tal riguardo cfr. DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, p. 506.

²⁴⁹ Per un'opinione contraria si veda tuttavia DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, p. 494, il quale afferma che la maggior parte delle LBO consiste proprio nell'acquisto di società private piuttosto che con azioni quotate.

²⁵⁰ Il più grande MBO della storia fu quello della *Kinder Morgan* nel 2006. Si veda al riguardo GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 306.

managers - nel caso in cui presentino un'offerta in tal senso - vengano meno al loro dovere di massimizzare il profitto degli azionisti.

È stata proposta, a tal fine, una serie di accorgimenti procedurali per cercare di eliminare, o quanto meno, limitare questo conflitto. Ad esempio, una soluzione potrebbe essere quella di escludere dalle votazioni di approvazione i soggetti proponenti l'operazione e affiancare questo requisito con un parere *ad hoc* da parte di un consulente finanziario indipendente. Tuttavia, a causa dei legami che possono sussistere all'interno della società (ad esempio tra gli amministratori), l'utilità di tali requisiti è fortemente mitigata. In linea, infatti, con alcuni noti casi giurisprudenziali delle Corti del *Delaware*, non è permesso agli amministratori di favorire una propria offerta, facendola prevalere rispetto a quelle esterne alla società, una volta iniziato tale processo²⁵¹.

In conclusione, si può affermare che a tale tipologia di operazione - finanziaria, più che solamente societaria - conseguono indubbiamente dei vantaggi in termini di efficienza economica che si ripercuotono su tutta la struttura societaria. Tuttavia, ciò non esclude la rischiosità della stessa in quanto, basandosi quasi del tutto sull'indebitamento, è altamente instabile e potrebbe facilmente causare il fallimento delle società partecipanti.

5. La disciplina fiscale: cenni generali.

Le società statunitensi, come accennato precedentemente, hanno a disposizione diverse tecniche di acquisizione di altre società, predisposte appositamente dalla legislazione statale e/o federale. Tali metodi possono essere classificati in tre tipologie generiche di operazioni:

- a) *statutory mergers*;
- b) *purchase of stock*;
- c) *purchase of assets*;

²⁵¹ Si vedano a tal fine *Revlon, Inc. v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc.*, 506 A.2d. 173 (Del. Sup. 1986); *Hanson trust PLC v. SCM Corp.*, 781 F.2d. 264 (2d Cir. 1986); *Edelman v. Fruehauf Corp.*, 798 F.2d. 882 (6th Cir. 1986).

La scelta se optare per l'uno o per l'altro metodo di acquisizione può dipendere da diversi fattori: dal fatto che, in seguito alla operazione, la società acquirente preferisca o meno assumere le responsabilità della società bersaglio; oppure che gli azionisti di entrambe, ovvero soltanto di alcune, debbano approvare, mediante il proprio voto, l'operazione, e che siano o meno titolari del diritto di *appraisal*. Riveste, infine, un peso notevole, nella scelta della tipologia di operazione da realizzare, il trattamento fiscale di questa.

Il tipo di tassazione a cui è sottoposta una “combinazione societaria”²⁵², piuttosto che un'altra, riveste un ruolo importantissimo nell'influenzare le scelte che in concreto vengono attuate dalle società e, soprattutto, sul come vengono realizzate tali operazioni societarie²⁵³.

Una fusione, o in generale un'operazione di acquisizione di un'altra società, può essere sia tassabile che c.d. *tax-free*. Definire esattamente il quadro fiscale di un'operazione societaria è di estrema importanza e costituisce una fase imprescindibile delle decisioni societarie, in quanto da ciò dipende il valore, e la relativa convenienza, di tale operazione per le società partecipanti.

Va anche precisato che, allorquando un'operazione è definita *tax-free* - o anche *tax-free reorganization* - viene utilizzato un termine improprio; tale tipologia di operazioni, infatti, non è esattamente esente da tassazione, poiché l'onere fiscale sarà soltanto rimandato ad un periodo successivo e calcolato quando sarà compiuta un'operazione soggetta ad imposta.

Il diritto tributario statunitense²⁵⁴ riconosce e permette le diverse tipologie di acquisizione cui è riservato un particolare trattamento fiscale, e la relativa disciplina federale è contenuta nell'*Internal Revenue Code (IRC)*²⁵⁵.

²⁵² La manualistica statunitense denomina tali operazioni in generale *corporate combinations* con il quale in realtà non si intende solamente l'operazione di fusione tra società propriamente detta, ossia le cc.dd. *mergers* e *consolidations*, ma anche altre tipologie di acquisizioni societarie, come le *purchase of assets* o *stock*.

²⁵³ Per l'analisi del ruolo svolto dalla tassazione nelle decisioni di realizzare una *merger* si veda GAUGHAN P. A., *op. cit.*, pp. 616 e ss.

²⁵⁴ Il diritto tributario rientra tra le competenze espressamente affidate dall'art. 1 della Costituzione statunitense al sistema federale. Tale articolo, precisamente, si occupa della ripartizione della potestà normativa federale e quella, al contrario, riservata ai singoli Stati.

²⁵⁵ Si tratta, con esattezza, del *Title 26* del *U.S. Code*, contenente tutta la normativa fiscale di rango federale.

Il § 368 IRC, rubricato “*Definitions relating to corporate reorganizations*”, elenca alla lett. (a) n. 1, le tipologie di “riorganizzazione” societaria e le classifica in A, B, e C²⁵⁶; da qui l’uso, invalso nella prassi, di nominare le relative operazioni societarie proprio con le lettere usate dall’IRC.

A) la c.d. *A-type reorganization* - che è considerata la tipologia di operazione più flessibile rispetto alle altre - si riferisce alle fusioni tra società realizzate seguendo le procedure dettate dalle legislazioni statali che, per tale ragione, prendono il nome di *statutory mergers* o *statutory consolidations* (§ 368 lett. (a), n.1, (A) IRC). Anche le *forward* e le *reverse triangular mergers* - nonostante la loro particolarità e il fatto che non siano soggette ad una disciplina tipizzata nei singoli Stati - rientrano in questa categoria se sono realizzate soddisfacendo i requisiti di forma e di compenso prescritti nelle disposizioni dell’IRC²⁵⁷.

B) le *B-type reorganizations* si riferiscono ad operazioni che vengono definite *informal* o *practical merger*, per indicare operazioni le quali si avvicinano alle fusioni, ma che tuttavia esulano dalla normativa statale dettata per le fusioni ordinarie, e che riguardano l’acquisto di azioni con diritto di voto da parte della società acquirente nella società bersaglio²⁵⁸. Affinché si rientri nella fattispecie della disposizione in esame, la società acquirente deve acquistare almeno l’ottanta per cento del capitale azionario della società bersaglio²⁵⁹. Il compenso dovrà essere formato da azioni ordinarie con diritto di voto della società acquirente o di una sua controllante e, al termine dell’operazione, la società bersaglio diventerà una controllata della società acquirente²⁶⁰ (§ 368 lett. (a), n.1, (B) IRC).

²⁵⁶ Va detto che, in realtà la norma in esame elenca più tipologie oltre le tre da me citate, tuttavia ai fini del nostro studio è necessario soffermarci solamente sulle lett. (A), (B) e (C). Si rimanda per approfondire le altre tipologie di *tax-free reorganizations* alla lettura del § 368 IRC.

²⁵⁷ Si vedano per maggiori dettagli BRUNER R. F., *Applied mergers and acquisitions*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2004, p. 556; DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, p. 457.

²⁵⁸ In alcuni casi, a questa operazione, può conseguire la particolare tipologia di fusione semplificata che prende il nome di *short-form merger*, la quale rientra invece, sempre secondo la classificazione dell’IRC, nelle operazioni di tipo A.

²⁵⁹ Nella prassi tuttavia l’acquisto della totalità delle partecipazioni è il più comune.

²⁶⁰ La nozione di controllo ai fini della normativa in esame è contenuta nella *section 368 lett. (c) IRC* secondo il quale: “[...] *The term "control" means the ownership of stock possessing at least 80 percent of the total combined voting power of all classes of stock entitled to vote and at least 80 percent of the total number of shares of all other classes of stock of the corporation.*”

Nel caso, infine, in cui l'acquisizione della società bersaglio sia realizzata a seguito di più operazioni di acquisto di azioni in un determinato periodo di tempo, affinché l'operazione in argomento possa essere qualificata *B-type*, è necessario che l'acquisto delle azioni rientri in un piano per l'acquisizione della società bersaglio, ed inoltre che lo stesso sia attuato al massimo entro dodici mesi. In tale operazione - che in questo specifico caso prende il nome di *creeping type B reorganization* - il compenso può essere costituito solamente da azioni²⁶¹.

Le operazioni di *reorganizations* sia di tipo A che B sono considerate, dal punto fiscale, come una continuazione della vita societaria in una nuova forma "riorganizzata" e di conseguenza non sono qualificate come delle vere e proprie vendite: in questo aspetto è ravvisabile la *ratio* della disciplina in esame.

C) si verifica, infine, un'acquisizione di tipo C - che prende anch'essa il nome di *practical o informal merger* - quando la società acquirente acquista tutto, o comunque gran parte (precisa al riguardo la norma, che deve trattarsi almeno dell'ottanta per cento) del patrimonio della società, offrendo in cambio una quota delle proprie azioni con diritto di voto, ovvero di azioni della propria società controllante; al termine dell'operazione descritta, nella maggior parte dei casi, la società bersaglio sarà liquidata. (§ 368 lett. (a), n.1, (C) IRC).

La comodità di questo tipo di operazione, e ciò che la rende particolarmente agevole, risiede nel fatto che, trattandosi di un semplice acquisto di beni patrimoniali di un'altra società, non è richiesta l'approvazione assembleare degli azionisti della società acquirente; al contrario, il voto per l'approvazione di questa operazione, cui consegue la cessione del controllo, è richiesto agli azionisti della società bersaglio²⁶².

La normativa in esame contiene delle precisazioni anche per ciò che riguarda la tipologia della *consideration* che la società acquirente pagherà alla società bersaglio.

Iniziando dalle operazioni di cui alla lett. (B), la disciplina sancisce che il compenso dovrà essere formato da azioni ordinarie con diritto di voto della società acquirente o di una sua controllante e, al termine dell'operazione, la società bersaglio diventerà, di

²⁶¹ Le operazioni di *reorganizations* sia di tipo A che B, dal punto fiscale sono considerate come una continuazione della vita societaria in una nuova forma "riorganizzata" e di conseguenza non sono considerate come delle vere e proprie vendite. In questo motivo è contenuta la *ratio* della disciplina in esame.

²⁶² Per un ulteriore approfondimento e per degli schemi delle operazioni descritte sopra cfr. BRUNER R. F., *op. cit.*, pp. 554 e ss.; DEPAMPHILIS D. M., *op. cit.*, pp. 458 e ss.

conseguenza, una controllata della società acquirente²⁶³. Parte del compenso potrà consistere anche in denaro, ma tale parte non potrà essere superiore al venti per cento dell'intero ammontare.

Affinché un'operazione sia riconducibile alle tipologie comprese nella lett. (C) dell'IRC, è stabilito che il relativo compenso da erogare debba consistere per la maggior parte - almeno per l'ottanta per cento - in azioni con diritto di voto al fine dell'acquisto di tutto il patrimonio della società bersaglio al prezzo equo di mercato (*fair market value*). Il compenso in denaro, per il solo venti per cento restante, potrà essere utilizzato soltanto nel caso in cui almeno l'ottanta per cento del capitale della società bersaglio sia già stato acquistato usando azioni della società acquirente.

Per quanto riguarda, infine, le operazioni rientranti nella tipologia (A) dell'IRC, la relativa disciplina non prevede alcun tipo di restrizione con riguardo alla *consideration* da pagare in seguito ad una fusione; la società acquirente potrà utilizzare, pertanto, sia azioni con diritto di voto che prive di tale diritto, sia azioni ordinarie che speciali, nonché qualsiasi tipo di strumento finanziario. Inoltre, nelle *A-type reorganization* è permesso alla società acquirente comprendere nel compenso una parte significativa di denaro, o titoli detti "*boot*", a condizione comunque che almeno il cinquanta per cento del compenso sia rappresentato da azioni della società acquirente²⁶⁴.

Infine, una operazione di tipo A, ai sensi dell'IRC, deve soddisfare il requisito posto dalla dottrina del "*continuity of interest*". Secondo tale dottrina, gli azionisti della società acquisita, in una *statutory merger*, devono ricevere una significativa partecipazione nella società *surviving*, in modo da avere un interesse finanziario continuo nella società acquirente²⁶⁵. Con riguardo a tale dottrina, è interessante il caso *Helvering v. Minnesota Tea Co.*²⁶⁶, nel quale la Corte Suprema statuí che la partecipazione emessa dal cedente "[...] *must be definite and material; it must*

²⁶³ La nozione di controllo ai fini della normativa in esame è contenuta nella *section 368* lett. (c) IRC secondo il quale: "[...] *The term "control" means the ownership of stock possessing at least 80 percent of the total combined voting power of all classes of stock entitled to vote and at least 80 percent of the total number of shares of all other classes of stock of the corporation.*"

²⁶⁴ Nel caso in cui la *consideration* sia per almeno il cinquanta per cento costituito da azioni della società acquirente, mentre la parte restante denaro, strumenti finanziari diversi dalle azioni ecc., l'operazione può essere, in parte, soggetta a tassazione. Si cfr. GAUGHAN P. A., *op. cit.*, p. 609.

²⁶⁵ per un approfondimento della *continuity of interest doctrine* cfr. WILLENS R., WOOD R. W., *Mergers and Continuity of Interest*, in *The M&A Tax Report*, Volume 5, n. 4, 1996, pp. 4 e ss

²⁶⁶ *Helvering v. Minnesota Tea Co.*, 296 U.S. 378 (1935).

represent a substantial part of the value of the thing transferred [...]". La Corte specificò, pertanto, che il cinquantasei per cento era una quota sufficiente, in armonia con la dottrina sopra citata. È importante precisare che il valore espresso in percentuale rappresenta la proporzione di quote del capitale che deve essere trasferito, come compenso agli azionisti della società acquistata, rispetto al compenso da fusione totale ricevuto per il patrimonio trasferito²⁶⁷.

²⁶⁷ Si vedano inoltre i casi *John A. Nelson v. Helvering*, 296 U.S. 374 (1935), ove la Corte Suprema ritenne soddisfatto il requisito della "*continuity of interest*" con una quota del solo trentotto per cento e nel caso *Miller v. Commissioner*, 84 F.2d 415 (6th Cir. 1936) del venticinque per cento. Al contrario, nel caso *Yoc Heating Corp.*, 61 T.C. 161 (1973) la Corte statui che era insufficiente il quindici per cento, e ancora, il sedici per cento nel caso *May B. Kass*, 60 T.C. 218 (1973).

Capitolo 2. La fusione delle società nell'ordinamento italiano. Studio dell'iter procedurale dell'operazione.

1. Nozione e tipologie di fusione.

La fusione, anche nell'ordinamento italiano, è un'operazione societaria mediante la quale più società distinte si uniscono in un'unica entità giuridica, preesistente alla fusione o creata *ex novo*.

Tale istituto - se guardato dal punto di vista della funzione economica - è impiegato normalmente dalle imprese societarie per concentrarsi, aumentare la propria quota di mercato e diventare maggiormente competitive.

La disciplina generale dell'istituto è contenuta nel codice civile agli artt. dal 2501 al 2505-*quater*. Tale normativa deve, inoltre, essere integrata, da un lato, dalla legislazione speciale nazionale dettata per particolari tipologie societarie - come, ad esempio, per le società bancarie, dal Testo Unico Bancario (TUB)²⁶⁸ e, per gli intermediari finanziari, dal Testo Unico della Finanza (TUF)²⁶⁹ - e, dall'altro lato, dalla normativa comunitaria in materia²⁷⁰; occorre, infine, avere riguardo ai limiti imposti dalla normativa *antitrust* sulle concentrazioni tra imprese ²⁷¹.

Ai sensi dell'art. 2501, primo comma, cod. civ. una fusione può essere attuata in due diverse forme, e precisamente:

- 1) le società partecipanti all'operazione possono fondersi in una nuova società costituita appositamente ai fini dell'operazione; questa tipologia viene detta "fusione propria" o "in senso stretto";
- 2) l'operazione è realizzata "mediante l'incorporazione in una società di una o più altre" delle società partecipanti all'operazione. Questa seconda tipologia viene

²⁶⁸ D.lgs. 1 settembre 1993 n. 385.

²⁶⁹ D.lgs. 24 febbraio 1998 n. 58.

²⁷⁰ Per un breve cenno sulla normativa speciale nazionale e comunitaria dettata per le fusioni si veda MAGLIULO F., *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2009, pp. 3 e ss.

²⁷¹ Legge 10 ottobre 1990 n. 287.

definita “fusione impropria” o “per incorporazione”. Proprio quest’ultima, nella prassi, è la forma più utilizzata.

Il tratto distintivo tra le due fattispecie descritte consiste nel fatto che, nella prima ipotesi, la società risultante dall’operazione avrà una identità del tutto nuova, mentre, nella seconda ipotesi, assumerà l’identità di una delle società partecipanti alla fusione.

Un’ulteriore classificazione, all’interno dell’istituto in argomento, è quella tra fusioni cc.dd. omogenee ed eterogenee: le prime coinvolgono società dello stesso tipo, mentre le altre coinvolgono società ed enti giuridici di tipologie diverse. In tale ultimo caso, poiché la fusione determinerà la contestuale trasformazione²⁷² di una o più delle società partecipanti all’operazione, dovranno, di conseguenza, essere rispettati i limiti posti dalla disciplina delle trasformazioni eterogenee, dettata, al riguardo, dagli artt. 2500-*septies* e 2500-*octies* cod. civ.

Il primo espressamente statuisce, al primo comma, che “Le società disciplinate nei capi V, VI, VII del presente titolo [ossia le società di capitali] possono trasformarsi in consorzi, società consortili, società cooperative, comunioni di azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni.”; il secondo dispone che, le società di capitali possono essere trasformate in “consorzi, [...] società consortili, [...] comunioni d'azienda, [...] associazioni riconosciute e [...] fondazioni.”²⁷³.

L’operazione straordinaria di cui trattasi non è consentita, *ex art.* 2501, secondo comma, cod. civ., alle società che siano in stato di liquidazione e che abbiano già iniziato la distribuzione dell’attivo; precisa, tuttavia, l’art. 2505-*quater* cod. civ. che, qualora alla fusione non partecipino società il cui capitale sia rappresentato da azioni, la regola appena accennata non trova applicazione²⁷⁴.

²⁷² La trasformazione è l’operazione straordinaria mediante la quale è possibile effettuare il cambiamento della tipologia societaria prescelto, ovvero il passaggio da una società di capitali ad un’altra entità giuridica, e viceversa. Per un approfondimento di tale fattispecie si vedano gli artt. 2498 e ss. cod. civ. Si veda inoltre CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2 - diritto delle società*, Utet, Torino, 2007, pp. 619 e ss.

²⁷³ Una operazione di fusione può ulteriormente essere classificata alla stregua della prospettiva economica in: (a) fusione orizzontale, quando è realizzata tra due o più società che svolgono attività simili; (b) fusione verticale, ossia tra imprese operanti a diversi livelli della stessa filiera produttiva; e (c) fusione c.d. conglomerale, non rientrante, cioè, né nella prima, né nella seconda classificazione, in quanto l’operazione è realizzata tra imprese che svolgono attività differenti e non connesse.

²⁷⁴ Si veda per un approfondimento di questa tematica MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 116 e ss.

Con riguardo alle operazioni di fusione, particolarmente controverso è stato, da sempre, il tema della natura giuridica dell'istituto. Le tesi che si contrapponevano, al riguardo, erano tendenzialmente tre:

1) la **teoria estintivo-successoria**, alla cui stregua si ravvisava, nella fusione, una successione universale del tutto simile a quanto avviene per il *de cuius* nella successione *mortis causa*²⁷⁵. L'adesione a tale tesi comportava, quale conseguenza ulteriore, anche l'interruzione del processo in cui erano coinvolte le società destinate ad estinguersi al termine dell'operazione; in tali ipotesi, infatti, il giudice, ai sensi degli artt. 110 ("Successione nel processo"), 299 ("Morte o perdita della capacità prima della costituzione") e 300 ("Morte o perdita della capacità della parte costituita o del contumace") cod. proc. civ., doveva interrompere il processo.

2) la **teoria modificativo-estintiva**, secondo la quale tale operazione comportava una modifica delle strutture societarie, ed era assimilabile ad una peculiare modificazione dello statuto al quale conseguiva l'estinzione delle società fuse o incorporate;

3) la **teoria della mera modificazione**, che si distingueva dalla precedente per il fatto che non condivideva il concetto dell'estinzione di alcune società al termine dell'operazione²⁷⁶.

Orbene, oggi in seguito alla riforma societaria del 2003²⁷⁷ - che ha introdotto la versione vigente dell'art. 2504-*bis*, primo comma, cod. civ. - la società risultante dalla fusione, o la società incorporante, assumeranno tutti i diritti patrimoniali e gli obblighi

²⁷⁵ Prima della riforma del 2003, secondo tale tesi il notaio rogante doveva depositare presso l'ufficio del registro delle imprese, insieme all'atto di fusione anche l'atto di cancellazione delle società che, in base al tipo di fusione, cessavano di esistere.

²⁷⁶ Cfr. per una disamina delle singole teorie accennate MAGLIULO F., *op. cit.*, 2009, pp. 49 e ss., si vedano inoltre CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 632 e ss.; ENNA G., *Fusione, scissione e scorporo di società. Aspetti giuridici, rilevazioni contabili, fiscalità*, Sistemi editoriali, 2007, pp. 19 e ss.

²⁷⁷ Attuata con il D.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6. Si veda per una panoramica delle novità di maggior rilievo introdotte da questa riforma con riferimento alle operazioni di fusione PERRINO M., *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. Soc.*, 2003, 48, II-III, pp. 507 e ss.

che facevano capo alle singole società partecipanti, senza alcuna interruzione né dei rapporti giuridici, né del contratto sociale²⁷⁸.

In conclusione, dunque, è ormai assodato che la fusione non rientra nel novero degli eventi societari estintivi, ma in quello delle modificazioni statutarie; tale istituto giuridico lascia, quindi, “in vita” le società partecipanti e comporta l’integrazione delle stesse che continueranno la loro attività in una rinnovata veste societaria.

Va sottolineato, infine, che si tratta, più precisamente, di una modificazione dello statuto del tutto peculiare, in quanto - oltre all’adempimento dell’iscrizione nel registro delle imprese della relativa delibera con cui i soci hanno approvato tale modifica - occorre redigere il c.d. atto di fusione (di cui si tratterà in dettaglio nel § 2.4., Capitolo 2) e depositare anch’esso presso l’ufficio del registro delle imprese, ai sensi dell’art. 2504, secondo comma, cod. civ.

Con ciò il legislatore del 2003 ha definitivamente chiarito la natura giuridica della fusione e posto fine al connesso dibattito dottrinale.

2. Le fasi del procedimento di fusione. Il progetto di fusione.

²⁷⁸ Cfr. per la giurisprudenza, tra i tanti, BENCINI R., *Fusione per incorporazione: riflessi processuali alla luce del nuovo art. 2504-bis c.c.*, nota a Trib. Oristano, 03 marzo 2005, in *Giust. civ.*, 2006, IV-V, p. 1006 ss.; DE NADAI M., *La fusione per incorporazione dopo la riforma societaria: ancora effetti estintivi?*, nota a Cassazione civile, 09 aprile 2008, n. 9308, sez. III, in *Giur. comm.*, 2009, IV, p. 681 ss.; MILANESI S., *Fusione societaria e processo: l'intervento delle Sezioni Unite*, nota a Cassazione civile, 08 febbraio 2006, n. 2637, sez. Unite, in *Giur. comm.*, 2007, IV, p. 787 ss., ove la Suprema Corte afferma che, a seguito di una fusione per incorporazione, non si ha l’estinzione della società incorporata, ma la società in questione conserva la propria identità sebbene in un nuovo assetto organizzativo. Perciò non si interrompe il processo instauratosi prima della fusione a carico della società successivamente incorporata; Cass. civ., sez. I 3 maggio 2010, n. 10653 in *Giust. civ.*, 2011, 4, 1017; Corte appello di Napoli, sez. IV, 15 aprile 2010, n. 1383, in *Guida al diritto*, 2010, 23, 71; Corte appello di Firenze, sez. I, 28 novembre 2011, n. 1530, in *Redazione Giuffrè*, 2011; Consiglio di Stato, sez. III, 5 settembre 2011, n. 5010, in *Foro amm.*, 9, 2722, 2011; Cass. Civ., sez. un., 14 settembre 2010, n. 19509, in *Giust. civ. Mass.* 2010, 9, 1227. Si vedano - in dottrina - per lo studio degli effetti, anche processuali, conseguenti ad una fusione societaria, dopo la riforma del 2003, DESIATO O., *Fusione di società e interruzione del processo: gli ultimi orientamenti della giurisprudenza di merito - il commento*, in *Le Società*, 2009, XI, p. 1426 e ss.; PAPAGNI V., *La fusione per incorporazione non determina l'interruzione del processo*, nota a Cassazione civile, 03 maggio 2010, n. 10653, sez. I, in *Diritto e Giustizia*, 2010, p. 254 ss.; PAPAGNI V., *La validità della notifica alla società incorporata per fusione (anche se avvenuta "ante" novella)*, nota a Cassazione civile, 14 settembre 2010, n. 19509, sez. Unite, in *Diritto e Giustizia* 2010, pp. 439 e ss.; RICCIO A., *Nella fusione di società si ha, dunque, continuità dei rapporti giuridici anche processuali, in contratto e impresa*, 2005, pag. 483 e ss.; RICCIO A., *La fusione di società non è, dunque, causa di interruzione del processo, in contratto e impresa*, 2006, pag. 587 e ss. In senso contrario si vedano Cass. civ., sez. I, 19 maggio 2011, n. 11059, in *Giust. civ. Mass.* 2011, 5, 771; MELONCELLI F., *La fusione dopo la riforma del diritto societario: natura giuridica e conseguente estinzione della società fusa*, in *Corriere giuridico*, 2010, pp. 1565 e ss.

Il procedimento per realizzare una fusione societaria è articolato in diversi *step* procedurali; il progetto di fusione è la prima fase di tale procedimento.

Questo documento - che deve essere redatto, *ex art. 2501-ter* cod. civ., dagli amministratori²⁷⁹ delle singole società partecipanti alla fusione - deve contenere le condizioni, i tempi e in generale tutti gli elementi dell'operazione da porre in essere; ciò al fine di assolvere ad una funzione informativa, per i soci e per i terzi, in relazione alla fusione da realizzare.

Il contenuto minimo del progetto di fusione - che dovrà essere identico per ciascuna delle società partecipanti all'operazione - è espressamente prescritto dal citato art. 2501-*ter* cod. civ., rubricato, per l'appunto, "Progetto di fusione". Esso dovrà indicare, a pena di invalidità: "[...]

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; (precisa, al riguardo, il secondo comma che: Il conguaglio in danaro [...] non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate²⁸⁰.)
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;

²⁷⁹ Bisogna *in primis* chiarire che il testo esatto della norma, riporta scritto: "organo amministrativo", in luogo solamente del termine "amministratori" precedentemente utilizzato nel dettato della disposizione; tale modifica è stata apportata con la riforma societaria del 2003 al fine di tener conto dei diversi sistemi di amministrazione e controllo presenti nel nostro ordinamento ed introdotti proprio con tale riforma. Con la locuzione "organo amministrativo" il legislatore ha, dunque, solamente inteso rimandare alla disciplina dettata per i sistemi monistico di ispirazione anglosassone e dualistico di ispirazione tedesca.

²⁸⁰ Salvo nel caso in cui - come specificato all'art. 2505-*quater* cod. civ. - alla fusione partecipino solamente società il cui capitale non sia rappresentato da azioni.

8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.²⁸¹

Dopo la redazione del progetto e l'approvazione con apposita delibera²⁸² degli organi amministrativi di ciascuna delle società partecipanti alla fusione, il progetto stesso dovrà essere depositato, sempre a cura degli amministratori²⁸³, per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo dove ognuna delle società ha la sede sociale “[...] ovvero pubblicato nel sito Internet della società”²⁸⁴²⁸⁵(art. 2501-ter, terzo comma, cod. civ.)²⁸⁶.

Per maggiore completezza, va inoltre precisato che la normativa appena menzionata è quella, di carattere generale, dettata per le società disciplinate nel codice civile. Per categorie societarie particolari (come, ad esempio, le società con azioni quotate nei mercati finanziari) o per determinate tipologie di fusioni che presentino dei tratti peculiari (come quelle che comportano, ad esempio, un trasferimento d'azienda), il

²⁸¹ Si vedano per maggiori dettagli sui singoli punti del progetto di fusione BERGAMO E., TIBURZI P., *Le nuove trasformazioni-fusioni-scissioni*, Giuffrè, Milano, 2005, pp. 156 e ss.; MAGLIULO F., *La fusione delle società*, Ipsoa, 2009, pp. 183 e ss.

²⁸² Che deve essere allegata al progetto di fusione.

²⁸³ Va sottolineato che, in base al disposto degli art. 2381 e 2475 cod. civ., non è permesso all'organo amministrativo delegare tali funzioni agli amministratori delegati o al comitato esecutivo.

²⁸⁴ Novella introdotta da un D.lgs. approvato dal Consiglio dei Ministri il 7 giugno 2012, in recepimento della direttiva 2009/109/CE, recante disposizioni di semplificazione del procedimento di fusione e di scissione al fine di velocizzarlo e ridurre gli oneri amministrativi connessi a tali operazioni straordinarie. Si segnala che l'iter legislativo è ancora in corso. Il termine per l'esercizio della delega è il 16 luglio 2012.

²⁸⁵ Con questo nuovo inciso il deposito presso il registro delle imprese è equiparato alla mera pubblicazione sul sito Internet della società. Ciò introduce, senza dubbio, una importante possibilità con la funzione di snellire, in parte, il procedimento di fusione. Tuttavia, tale innovazione pone inoltre delle problematiche relative alla reperibilità (non sempre agevole) dei singoli siti Internet delle società partecipanti alla fusione e può ingenerare dubbi sulla certezza della data a partire dal quale deve cominciare a decorrere il termine di trenta giorni di cui al quarto comma dell'art. 2501-ter cod. civ. Per una breve analisi delle novità introdotte nella disciplina delle fusioni e delle scissioni si consulti il sito Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi/2012-06-08/fusioni-scissioni-progetto-internet-064126.shtml?uuid=AbxiH1oF>.

²⁸⁶ L'art. 2505-ter, rubricato “Effetti della pubblicazione degli atti del procedimento di fusione nel registro delle imprese” dispone che, in seguito all'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese - nonché degli ulteriori adempimenti di cui agli artt. 2502-bis e 2504 cod. civ., di cui parleremo più avanti - si producono gli effetti statuiti dall'art. 2448 cod. civ.

dettato dell'art. 2501-*ter* cod. civ. dovrà essere necessariamente integrato con le disposizioni contenute nella legislazione speciale²⁸⁷.

L'iscrizione presso il registro delle imprese o, alternativamente, la pubblicazione nel sito Internet delle società partecipanti, assume notevole importanza in quanto, da tale data, iniziano a decorrere i trenta giorni intercorrenti tra il deposito del progetto di fusione e la data fissata per l'assemblea dei soci chiamati ad esprimersi sul suddetto progetto (art. 2501-*ter*, ultimo comma, cod. civ.).

Ciò nondimeno, l'art. 2501-*ter*, ultimo comma, cod. civ., statuisce che i soci²⁸⁸ possono rinunciare, con consenso unanime, al termine sopra citato. La *ratio* di questa disposizione è evidente: si tratta di un termine fissato nell'interesse dei soci, i quali vi possono rinunciare qualora, ad esempio, lo richiedano esigenze di celerità. Dev'essere evidenziato tuttavia che, nel caso in cui sia intervenuta la rinuncia al termine, è ritenuto in dottrina che quest'ultima non sia più revocabile²⁸⁹.

Va infine chiarito che, ai sensi dell'art. 2505-*quater* cod. civ., se alla fusione non partecipano le “società regolate dai capi V e VI del presente titolo”, ossia le società il cui capitale sia rappresentato da azioni, il termine di almeno trenta giorni, stabilito dall'art. 2501-*ter* cod. civ., è dimezzato a quindici giorni.

2.1. (Segue): i documenti *ex artt. 2501 quater* e seguenti del cod. civ. Il deposito degli atti presso la sede sociale.

²⁸⁷ Ad esempio per le società con azioni quotate nei mercati regolamentati dovranno essere rispettati gli ulteriori obblighi informativi disposti dall'art. 114 TUF (“Comunicazioni al pubblico”), nonché la relativa normativa di attuazione. Si veda per una breve disamina dell'argomento MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 222 e ss.

²⁸⁸ Si veda MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 220 e ss. per una opinione sui soci cui spetti votare la rinuncia del termine di cui sopra.

²⁸⁹ Cfr. per tale posizione dottrinale MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 222, secondo il quale: “[...] la [...] dichiarazione [dei soci di rinuncia del termine di trenta giorni] è idonea a fondare nella società destinataria della stessa un affidamento giuridicamente rilevante, poiché sulla base di tale dichiarazione la società assume le proprie determinazioni organizzative, determinazione che il rinunziante non può arbitrariamente porre nel nulla, se non con il consenso della società stessa.”.

Il progetto di fusione non è, tuttavia, l'unico documento necessario richiesto per la realizzazione di una fusione, ma occorre, altresì, ai sensi della normativa dettata dal codice civile, la redazione di altri tre documenti, e precisamente:

- 1) la situazione patrimoniale (art. 2501-*quater* cod. civ.);
- 2) la relazione degli amministratori (art. 2501-*quinquies* cod. civ.);
- 3) la relazione degli esperti (art. 2501-*sexies* cod. civ.).

Questi atti, insieme ad altri (che vedremo a breve), dovranno poi essere depositati presso la sede sociale delle società partecipanti all'operazione in argomento, ovvero, come statuito dalle nuove disposizioni sulla fusione, pubblicati presso il loro sito Internet.

Analizziamo, nel dettaglio, tali documenti.

1) la situazione patrimoniale della società.

Ai sensi dell'art. 2501-*quater* cod. civ., gli amministratori di ciascuna delle società partecipanti alla fusione dovranno redigere la situazione patrimoniale della propria società, rispettando la struttura del bilancio di esercizio - ossia lo stato patrimoniale, il conto economico e la nota integrativa - in armonia con le norme dettate in materia e nel rispetto dei criteri prudenziali stabiliti per la valutazione del bilancio stesso. Nella fattispecie in esame, questo documento prende anche il nome di bilancio di fusione.

Va sottolineato che la disciplina in questione richiama, ai fini della fusione, solamente la situazione patrimoniale che, ai sensi dell'art. 2423 cod. civ. ("Redazione del bilancio"), consta esclusivamente dei tre elementi sopra citati, ossia stato patrimoniale, conto economico e nota integrativa; deve, pertanto, ritenersi che, per l'operazione in esame, non siano richieste le ulteriori relazioni dell'organo amministrativo e dell'organo di controllo di cui, rispettivamente, agli artt. 2428 e 2429 cod. civ., poiché non costituiscono parte integrante del bilancio di esercizio.

Un'ulteriore peculiarità del bilancio di fusione, rispetto alla disciplina comune, è che non dovrà essere sottoposto all'approvazione dell'assemblea degli azionisti, essendo quest'ultima richiesta, nella fattispecie della fusione, esclusivamente per il progetto di fusione.

La *ratio* dell'adempimento previsto dalla norma in discussione - il quale costituisce un vero e proprio bilancio di esercizio infra-annuale, fatte salve le peculiarità di cui sopra - risiede, innanzitutto, nell'esigenza di fornire ai soci e ai creditori sociali informazioni aggiornate sullo stato patrimoniale delle società partecipanti ad una fusione; i primi potranno ponderare al meglio l'approvazione dell'operazione²⁹⁰ e i secondi avranno utili elementi per valutare se esercitare, o meno, l'istituto dell'opposizione alla fusione di cui all'art. 2503 cod. civ. (di cui parleremo più avanti).

L'art. 2501-*quater* cod. civ. precisa inoltre che la situazione patrimoniale deve essere aggiornata “[...] ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno il cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società ovvero pubblicato sul sito Internet di questa”.

L'ultimo comma della norma in esame statuisce, infine, testualmente, che: “La situazione patrimoniale può essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito o della pubblicazione indicato nel primo comma”.²⁹¹

Dal contesto normativo si evince, quindi, che il bilancio di esercizio, se chiuso entro i sei mesi precedenti il giorno del deposito del progetto di fusione, viene reputato, dal legislatore, sufficientemente aggiornato, al fine di fornire le dovute informazioni, pertanto, in tal caso, l'organo amministrativo potrà utilizzare, in luogo della situazione patrimoniale, tale ultimo bilancio di esercizio.

Va infine sottolineato che, con il D.lgs. approvato il 7 giugno 2012²⁹², è stata introdotta una novità rilevante: i soci di ciascuna delle società partecipanti alla fusione possono, infatti, rinunciare all'unanimità alla redazione della situazione patrimoniale. Tale ultimo comma è stato aggiunto sempre nell'ottica di semplificare il procedimento

²⁹⁰ Anche se come afferma CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2 - diritto delle società*, Utet, Torino, 2007, p. 635 “scarse sono invece le informazioni che il bilancio di fusione così redatto offre ai soci per quanto riguarda la congruità del rapporto di cambio, dato che dallo stesso non emerge il *valore effettivo* del patrimonio sociale”. A tal fine una notevole importanza riveste la relazione degli amministratori di cui all'art. 2501-*quinquies* cod. civ., di cui parleremo tra breve in questo stesso paragrafo.

²⁹¹ Al comma in esame è stato aggiunto, ad opera dell'ultimo intervento del Consiglio dei Ministri del 7 giugno 2012, un inciso riguardante, specificatamente, le società con azioni quotate nei mercati regolamentati. Per tale categoria di società è disposto che la situazione patrimoniale può essere sostituita “[...] dalla relazione finanziaria semestrale prevista dalle leggi speciali, purché non riferita ad una data antecedente sei mesi dal giorno di deposito o pubblicazione indicato al primo comma”.

²⁹² Al riguardo si veda *supra* paragrafo 2, nota n. 6.

di fusione mediante l'eliminazione di [...] obblighi di informazione a carico delle società, alcuni dei quali sembrano superati o eccessivi.”²⁹³

2) la relazione degli amministratori.

Continuando con l'analisi dei documenti necessari per realizzare una operazione di fusione, il successivo art. 2501-*quinquies*, primo comma, cod. civ., prescrive, quale ulteriore adempimento, che l'organo amministrativo²⁹⁴ rediga una relazione nella quale siano illustrati e giustificati, sia sotto il profilo economico che giuridico, il progetto di fusione ed “[...] in particolare il rapporto di cambio delle azioni o delle quote”. La relazione dovrà descrivere, in particolare, le singole scelte per le quali abbiano optato gli amministratori e i dettagli della fusione da realizzare. Dispone inoltre, a tal riguardo, il comma secondo dell'art. 2501-*quinquies* cod. civ., che la relazione dovrà indicare i criteri in base ai quali sia stata compiuta la determinazione del tasso di cambio e indicare eventuali difficoltà di valutazione.

Ci si chiede in dottrina - a causa soprattutto della redazione poco chiara della relativa disposizione - se la relazione citata debba essere unica per tutte le società, o per contro, distinta per ciascuna di esse.

Una corrente di pensiero sostiene che la relazione degli amministratori debba essere unica per tutte le società partecipanti alla fusione²⁹⁵ mentre, per converso, altro filone sostiene che debba essere redatta una singola relazione per ciascuna di tali società²⁹⁶.

È tuttavia possibile adottare una soluzione intermedia e concludere che, qualunque sia l'orientamento avallato, il contenuto della relazione dovrà certamente essere uguale

²⁹³ Considerando n. (2) della direttiva 2009/109/CE.

²⁹⁴ La norma in esame dispone che siano gli amministratori a predisporre la relazione di cui all'art. 2501-*quinquies* cod. civ., tuttavia, tale competenza - al contrario di quanto visto prima per il progetto di fusione - può essere delegata al comitato esecutivo, ovvero, ancora, ad un amministratore delegato *ex art.* 2381 cod. civ.

²⁹⁵ In dottrina si veda, tra i tanti, CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 635, il quale espressamente scrive che la relazione in argomento deve essere unica per tutte le società partecipanti.

²⁹⁶ Si veda al riguardo BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 177, il quale, per contro, ritiene che la relazione predisposta dagli amministratori “è distinta per ciascuna società”.

poiché, attraverso l'impiego di tali strumenti, ciascuna società dovrà approvare la medesima operazione²⁹⁷.

Infine, altro aspetto problematico in ordine alla relazione degli amministratori, dovuto anch'esso ad una poco felice formulazione della norma in esame, concerne la funzione della stessa. È prevalente in dottrina l'opinione che tale norma intenda, in realtà, riferirsi specificamente al rapporto di cambio a causa dell'utilizzo dell'espressione "in particolare" e di conseguenza parrebbe riguardare solamente tale aspetto e non anche i dettagli dell'intera operazione.

Anche l'art. 2501-*quinquies* cod. civ. è stato rinnovato dal citato D.lgs. il quale ha aggiunto due ulteriori commi a tale norma. Il (nuovo) terzo comma dispone che l'organo amministrativo è tenuto a segnalare ai soci, nonché all'organo amministrativo delle altre società partecipanti alla fusione, le eventuali modifiche dell'attivo e del passivo che siano intervenute nel periodo intercorrente tra il deposito o la pubblicazione sul sito Internet del progetto di fusione e la data della delibera di fusione.

Parimenti a come accennato riguardo alla situazione patrimoniale, anche nel caso della relazione degli amministratori, ai sensi del quarto comma dell'art. 2501-*quinquies* cod. civ., è permesso ai soci di ciascuna delle società partecipanti all'operazione di rinunciare all'unanimità.

3) la relazione degli esperti.

Il terzo documento richiesto per la realizzazione di una fusione deve concernere la congruità del rapporto di cambio delle azioni o delle quote ed essere redatto da uno o più esperti per ciascuna delle società partecipanti all'operazione.

L'articolo di riferimento - il 2501-*sexies* cod. civ. - precisa, al riguardo, che tale relazione dovrà indicare:

- a) le modalità utilizzate per la determinazione del rapporto di cambio e i risultati che scaturiscono dall'applicazione di tali metodi;
- b) le difficoltà eventualmente riscontrate in tale valutazione.

²⁹⁷ Cfr. sul punto MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 237.

La relazione dovrà esprimere un parere sia sui metodi adottati per la determinazione del rapporto di cambio, sia sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nel calcolo di tale valore. Non va trascurato che la determinazione del rapporto di cambio è competenza discrezionale degli amministratori, i quali determineranno il tasso di cambio a seguito di apposite trattative; la relazione *ex art. 2501-sexies* cod. civ. assolve, pertanto, alla funzione di strumento di controllo dell'organo amministrativo della società.

Per la scelta dei soggetti destinati a predisporre tale relazione, la norma in esame esplicitamente richiama l'art. 2409-*bis* cod. civ.²⁹⁸, pertanto, i soggetti chiamati a redigere tali pareri saranno i revisori legali o le società di revisione legale (art. 2501-*sexies*, comma terzo, cod. civ.). Nel caso in cui, tuttavia, la società incorporante, o il nuovo ente societario risultante da una fusione propria, siano società con capitale rappresentato da azioni, gli esperti di cui si discute saranno nominati dal tribunale del luogo in cui la società ha la sede sociale²⁹⁹.

Va ulteriormente chiarito che, qualora si tratti di società le cui azioni siano negoziate nei mercati regolamentati, la scelta dell'esperto dovrà essere circoscritta alle società di revisione sottoposte alla vigilanza della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)³⁰⁰.

Al fine di raccogliere più informazioni possibili per la relazione, gli esperti nominati avranno il diritto di accedere a qualsiasi tipo di informazione e documento, ritenuto utile per la redazione, in possesso di ciascuna delle società partecipanti.

La norma citata precisa, altresì, che sugli esperti nominati graverà la responsabilità per i danni causati a ciascuna delle società partecipanti, nonché ai soci e ai terzi. In queste ipotesi si applicheranno - in quanto espressamente richiamate - le disposizioni

²⁹⁸ Tale disposizione è rubricata, per l'appunto, "Revisione legale dei conti", e statuisce, al primo comma, che "la revisione legale dei conti sulla società è esercitata da un revisore legale dei conti o da una società di revisione legale iscritti nell'apposito registro".

²⁹⁹ Le società possono inoltre congiuntamente richiedere al tribunale del luogo in cui ha la sede sociale la società incorporante o risultante dalla fusione la nomina di uno o più esperti comuni. (art. 2501-*sexies*, comma quarto, cod. civ.). Come visto in precedenza riguardo la unicità o meno della relazione degli amministratori, anche in questo caso la dottrina è divisa. Una parte ritiene che la relazione debba essere unica per tutte le società (tra i tanti, FERRARA - CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, 2001, p. 828), l'altra parte (CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 636, nota 41), per converso, ritiene che debbano essere predisposte relazione distinte per ogni singola società.

³⁰⁰ Per informazioni sui compiti e l'attività affidata alla CONSOB si consulti il sito internet <http://www.consob.it/main/consob/index.html>.

dettate dal codice di procedura civile per la responsabilità del consulente (art. 64 cod. proc. civ.).

Qualora, inoltre, sia posta in essere una fusione eterogenea tra società di persone, da un lato, e società di capitali dall'altro, agli esperti chiamati a redigere la relazione sarà ulteriormente affidata la stima del patrimonio delle società di persone partecipanti all'operazione, ai sensi dell'art. 2343 cod. civ. Va sottolineato che l'art. 2501-*sexies*, settimo comma, cod. civ. richiama esplicitamente il patrimonio delle sole società di persone; deve perciò dedursi che la relazione è necessaria solamente nel caso in cui la società risultante dalla fusione - indifferentemente che si tratti di fusione propria o impropria - sarà di capitali³⁰¹.

Va, infine, ulteriormente precisato che tale relazione non sarà necessaria nel caso in cui i soci delle società partecipanti all'operazione deliberino all'unanimità in tal senso, nelle rispettive assemblee di ciascuna delle società partecipanti³⁰².

In conclusione, l'art. 2501-*septies* cod. civ. ("Deposito di atti") prevede che siano depositati presso la sede sociale di ciascuna delle società partecipanti alla fusione - o altrimenti sul sito Internet di queste - alcuni documenti, e precisamente:

- 1) il progetto di fusione e le relazioni, qualora redatte dagli amministratori, nonché le relazioni degli esperti;
- 2) i bilanci³⁰³ relativi agli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e il controllo contabile della società;
- 3) qualora sia stata redatta, la situazione patrimoniale di ciascuna delle società che intendono fondersi, stilata secondo i criteri accennati in precedenza, di cui all'art.

³⁰¹ Si veda, a tal riguardo, per un interessante approfondimento della tematica della stima *ex art.* 2343 cod. civ., MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 252 e ss.

³⁰² Il D.lgs. di recepimento della direttiva 2009/109/CE ha aggiunto all'ultimo comma dell'art. 2501-*sexies* cod. civ. un'integrazione secondo la quale: "[...] Salvo quanto previsto dal comma settimo, ove sia redatta la relazione di cui al primo comma, non è richiesta la relazione di stima ai sensi dell'articolo 2343 o dell'articolo 2465."

³⁰³ Si tratta in questo caso di veri e propri bilanci i quali devono essere stati redatti e adottati ai sensi degli art. 2423 e ss. cod. civ.; questi ultimi dovranno nuovamente essere messi a disposizione soci di tutte le società partecipanti alla fusione. Tuttavia, qualora non vi siano uno o più dei bilanci relativi agli ultimi tre esercizi, al fine di realizzare l'operazione di fusione, la società potrà sempre addivenire ad una approvazione tardiva dei bilanci di riferimento. Tale principio si desume dalla disciplina generale dettata per il bilancio di esercizio, e perciò si applica anche alle operazioni di fusione. Naturalmente, qualora una società, sia di nuova costituzione, dovranno essere depositati i bilanci degli ultimi esercizi chiusi.

2501-*quater*, primo comma, cod. civ., ovvero la relazione finanziaria semestrale di cui all'art. 2501-*quater*, secondo comma, cod. civ.

Questi documenti dovranno restare depositati presso la sede sociale ovvero, rimanere disponibili sul sito Internet della società, per i trenta giorni antecedenti l'assemblea convocata per la decisione di fusione³⁰⁴, fatto salvo il caso in cui i soci, anche in tale occasione, all'unanimità rinuncino a tale termine per procedere direttamente alla fase successiva, cioè la delibera di fusione. Si noti bene che bisognerà depositare³⁰⁵, in ogni singola sede, non soltanto i propri documenti, ma anche quelli relativi a tutte le società; in questo modo i singoli soci di esse potranno avere una visione di insieme dell'intera operazione straordinaria.

Tutti i soci hanno il diritto di prendere visione di tali documenti e ottenerne copia gratuita. Inoltre, sempre su richiesta del socio, la società trasmette tali copie telematicamente (art. 2501-*septies*, secondo comma, cod. civ.)³⁰⁶.

Con il deposito di tali documenti si concludono gli adempimenti preliminari alla decisione di fusione.

2.2. La delibera di fusione. La disciplina del recesso da parte del socio.

Continuando con l'*iter* procedimentale della fusione, l'art. 2502 cod. civ. stabilisce che i soci di ciascuna delle società che partecipano alla fusione dovranno approvare il progetto di fusione, di cui all'art. 2501-*ter* cod. civ., mediante votazione espressa in assemblea.

La norma in argomento detta le disposizioni in ordine ai *quorum* necessari affinché la delibera sia regolarmente approvata dalle assemblee dei soci. A tal fine, bisogna fare delle distinzioni in base alla tipologia societaria in questione. Qualora l'atto costitutivo

³⁰⁴ Il termine di trenta giorni, appena citato, comincia a decorrere a far data dal deposito dell'ultimo documento richiesto dalla norma. Tale termine è, inoltre, dimezzato, ai sensi della disposizione di cui all'art. 2505-*quater* cod. civ., a quindici giorni, nelle operazioni di fusione cui non partecipino società il cui capitale sia rappresentato da azioni.

³⁰⁵ E alla luce della nuova normativa al riguardo bisognerà altrimenti pubblicare sul sito Internet della società.

³⁰⁶ Al secondo comma, infine, è statuito che la società non è tenuta a fornire copia dei suddetti documenti qualora questi siano pubblicati sul sito Internet della società e sia possibile effettuare il *download*.

o lo statuto non dispongano diversamente, nell'ipotesi di società di persone la delibera di fusione sarà approvata con il voto favorevole della maggioranza dei soci, in proporzione alla parte attribuita a ciascuno negli utili; se si tratta invece di società di capitali dovranno essere rispettate le norme dettate in materia di modificazione dell'atto costitutivo o dello statuto³⁰⁷.

Il contenuto minimo di tale decisione assembleare è soddisfatto qualora sia approvato il progetto di fusione; tuttavia, la prassi societaria, nonché alcune pronunce giurisprudenziali, hanno aggiunto, nel tempo, numerosi requisiti non previsti nella norma, quali ad esempio:

- 1) le relazioni degli amministratori (art. 2501-*quinquies* cod. civ.) e degli esperti (art. 2501-*sexies* cod. civ.);
- 2) i bilanci degli ultimi tre esercizi e le relazioni degli organi di amministrazione e del controllo contabile;
- 3) le situazioni patrimoniali *ex art. 2501-quater* cod. civ.;
- 4) le attestazioni del presidente dell'assemblea che certifichino la legittimità della fusione posta in essere³⁰⁸, ecc.

L'ultimo comma dell'art. 2502 cod. civ. stabilisce che possono essere apportate alcune modifiche al progetto di fusione di cui all'art. 2501-*ter* cod. civ. - le quali naturalmente dovranno essere approvate da ciascuna delle società fondenti - a condizione che tali modifiche non incidano sui diritti dei soci o dei terzi³⁰⁹.

³⁰⁷ Dalla lettura di questa norma si può dedurre che qualora in generale siano previsti dei *quorum* rafforzati per le delibere di modificazione dello statuto, questi si applicheranno anche per le operazioni di fusione; potranno inoltre essere previsti dei *quorum* speciali *ad hoc* per la sola delibera di fusione. In conclusione, nelle società di capitali sarà possibile una duplice deroga alla disciplina generale richiamata dall'art. 2502 cod. civ., al contrario di quanto avviene nelle società di persone, dove la norma espressamente dispone un predeterminato *quorum* per la decisione di fusione, rendendo tale vicenda peculiare rispetto alle generiche modifiche dell'atto costitutivo o dello statuto. Qualora, tuttavia, nell'ipotesi di fusione eterogenea, la società risultante dalla fusione sia di tipo diverso, dovranno essere rispettate le maggioranze rafforzate disposte per la disciplina delle trasformazioni societarie. Per un approfondimento della disciplina delle trasformazioni di società cfr. BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 11 e ss.; CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, pp. 619 e ss.

³⁰⁸ Si veda sulle indicazioni inserite nella delibera di fusione, ulteriori rispetto a quelle previste nell'art. 2502 cod. civ. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 290 e ss.

³⁰⁹ La nuova formulazione della norma, introdotta con la riforma societaria del 2003, ha risolto le diatribe dottrinali e giurisprudenziali sull'argomento in discussione, precisando, una volta per tutte, la possibilità di modificare il progetto di fusione. Per una breve disamina su entrambe le posizioni sostenute nel tempo dalla dottrina e dalla giurisprudenza nel sistema anteriore alla riforma del 2003, si consulti MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 310 e ss.

Cominciando da questi ultimi, va sottolineato che gli unici terzi, ai quali una modifica del progetto di fusione potrebbe recare pregiudizio, sono i creditori il cui credito sia sorto successivamente al deposito del progetto di fusione³¹⁰. Il requisito necessario, affinché costoro possano considerarsi pregiudicati, è lo stesso che permette l'opposizione dei creditori *ex art. 2503 cod. civ.* (“Opposizione dei creditori”), vale a dire la diminuzione della garanzia patrimoniale dovuta alla confusione dei patrimoni, quale effetto tipico delle operazioni di fusione³¹¹.

L'altra categoria di soggetti contemplati nella disposizione sono i soci; questi possono essere pregiudicati dalle modifiche che incidano direttamente sulla loro stessa posizione individuale³¹². Tali possono essere considerate, ad esempio, le modifiche che intervengono sul rapporto di cambio delle azioni, ovvero quelle che ineriscono al trattamento riservato a particolari categorie di soci, e così via³¹³.

Quanto, ancora, ai diritti dei soci, l'art. 2502, primo comma, cod. civ. predispone, per il socio “[...] che non abbia consentito alla fusione [...]”, la possibilità di esercitare il diritto di recesso.

Va sottolineato che il diritto di recesso del socio, in seguito alla riforma societaria del 2003, è disciplinato in maniera differente in base al tipo di società di cui si tratta.

La *ratio* della disposizione citata va rinvenuta nella tutela dei soci dissenzienti, o di quelli che non abbiano espresso alcuna posizione riguardo all'operazione straordinaria. Nel caso in cui, a seguito di una modifica dei *quorum* richiesti per l'approvazione

³¹⁰ Per la tutela dei creditori antecedenti al deposito del progetto di fusione, di cui al terzo comma dell'art. 2501-*ter* cod. civ., è disposto l'istituto dell'opposizione dei creditori *ex art. 2503 cod. civ.* di cui parleremo più avanti.

³¹¹ Cfr. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 317 e ss. secondo il quale possono essere considerate lesive, a tal riguardo, le modifiche del progetto di fusione che incidono sui terzi quali ad esempio quelle relative “all'identità ed al numero delle società coinvolte [...], la modificazione in diminuzione del capitale sociale della società risultante dalla fusione [...]”; per contro non sono ritenute incidenti sui diritti dei terzi, ad esempio, le modifiche “[...] delle clausole dell'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, [...] modificazione in aumento del capitale sociale della società risultante dalla fusione, [...] rapporto di cambio, [...]”.

³¹² La formulazione della norma implicitamente esclude che il pregiudizio ai soci, di cui si parla, possa essere causato da una modifica al progetto di fusione che comporti una lesione del diritto di informazione che spetta ai soci, in quanto, altrimenti, sarebbe vietata ogni singola modifica del progetto che lo renda in parte diverso da quello depositato dagli amministratori.

³¹³ Per maggiore completezza, va sottolineato che, nella prassi, è invalso l'inserimento, da parte degli amministratori, nel progetto di fusione di un ventaglio di soluzioni alternative che saranno poi definite durante la fase esecutiva dell'operazione in base a criteri predeterminati. Si noti che in tal caso non può parlarsi propriamente di modifiche al progetto di fusione ma solamente della sua attuazione secondo le modalità in esso contenute.

dell'operazione di fusione, sia previsto il requisito dell'unanimità, l'esercizio di tale diritto verrebbe conseguentemente meno, in quanto superfluo.

Il comma appena citato, tuttavia, si presenta abbastanza lacunoso riguardo ai termini e alle modalità di esercizio del diritto di recesso; è necessario, pertanto, colmare tali lacune in via interpretativa.

Innanzitutto, per quanto riguarda le società di persone e le società per azioni (s.p.a.), occorre individuare il termine per effettuare il recesso.

Nell'ipotesi in cui non vi siano disposizioni particolari, è sicuramente applicabile, alla fattispecie in esame, l'art. 2965 cod. civ. secondo cui, in generale, sono nulli i patti che predispongono termini di decadenza i quali rendano alle parti eccessivamente gravoso l'esercizio di un diritto.

Altra norma che può essere dichiarata applicabile, per analogia - sempreché non sussistano disposizioni particolari al riguardo - è l'art. 2437-*bis* cod. civ. ("Termini e modalità di esercizio."), il quale dispone in ordine alle modalità di esercizio del diritto di recesso e pone il termine di quindici giorni dall'iscrizione delibera di fusione nel registro delle imprese, entro cui deve essere spedita apposita raccomandata³¹⁴.

Il recesso produce la sua efficacia, nelle società di persone, contestualmente alla relativa dichiarazione, fatta salva l'ipotesi in cui tale momento è differito per legge³¹⁵.

Si ritiene, infine - sempre in via interpretativa - che si debba applicare, in materia di liquidazione della quota del socio recedente, la disciplina dettata per le ipotesi di scioglimento del rapporto sociale (art. 2289 cod. civ.), secondo cui il socio, o i suoi eredi, avranno diritto ad una somma di denaro determinata secondo la situazione patrimoniale societaria al momento in cui avviene il recesso. Tale pagamento deve

³¹⁴ La norma detta i requisiti che dovranno essere indicati nella lettera raccomandata, e precisamente:

- 1) le generalità del socio che effettua il recesso;
- 2) l'indicazione del domicilio al fine di ricevere le comunicazioni necessarie relative al procedimento;
- 3) numero e la categoria delle azioni per le quali il socio recedente chiede il recesso.

³¹⁵ Cfr. per un breve studio sull'istituto del recesso nelle società di persone CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, pp. 116 e ss.; e si veda inoltre l'art. 2285, terzo comma, cod. civ.

essere effettuato entro sei mesi dal giorno in cui si è verificato lo scioglimento del rapporto sociale (art. 2289, comma quarto, cod. civ.)³¹⁶.

Quanto alle società a responsabilità limitata (s.r.l.), norma cardine del sistema è l'art. 2473 cod. civ., rubricato "Recesso del socio", detta la relativa normativa in materia. L'ultimo comma stabilisce che nel caso in cui la delibera (nel nostro caso di fusione) sia revocata dalla società, il socio decadrà dal diritto di esercitare il recesso o, qualora già esercitato, sarà privo di efficacia.

Al contrario, nelle società per azioni (s.p.a.) non vi è una norma che contempra l'operazione di fusione come autonoma causa di recesso. In tale fattispecie, pertanto, si aprono due strade:

- (i) che la società inserisca nel proprio statuto la realizzazione di una fusione come causa di recesso³¹⁷; ovvero,
- (ii) che, nel caso di s.p.a. con azioni quotate nei mercati regolamentati, si può fare riferimento all'art. 2437-*quinquies* cod. civ.³¹⁸, dal quale - anche se non direttamente riferito alle fusioni societarie - è possibile ricavare in generale la possibilità per i soci di tale tipo societario di esercitare il diritto di recesso avendo riguardo alle conseguenze, dirette o indirette, che ne conseguono³¹⁹.

Infine, sia per le s.p.a. che per le s.r.l., anche alla luce della nuova normativa, è da avvalorare la tesi secondo cui l'esercizio del recesso non abbia effetto immediato, ma sia differito, per contro, al momento in cui il titolare che lo ha esercitato avrà ricevuto il

³¹⁶ La norma in esame fa salvo quanto disposto dall'art. 2270 cod. civ. rubricato "Creditore particolare del socio." il quale statuisce che: "Il creditore particolare del socio, finché dura la società, può far valere i suoi diritti sugli utili spettanti al debitore e compiere atti conservativi sulla quota spettante a quest'ultimo nella liquidazione."

Se gli altri beni del debitore sono insufficienti a soddisfare i suoi crediti, il creditore particolare del socio può inoltre chiedere in ogni tempo la liquidazione della quota del suo debitore. La quota deve essere liquidata entro tre mesi dalla domanda, salvo che sia deliberato lo scioglimento della società."

³¹⁷ La norma di riferimento, a tal fine, è l'art. 2437, terzo comma cod. civ., il quale prevede che - nel caso di s.p.a. le cui azioni non siano quotate - il socio possa esercitare il recesso con un preavviso di almeno centottanta giorni, salvo che lo statuto preveda un termine maggiore, il quale, in ogni caso, non può, per legge, essere superiore ad un anno.

³¹⁸ In precedenza per le s.p.a. quotate si faceva riferimento all'art. 131 TUF rubricato, per l'appunto, "Diritto di recesso in caso di fusioni e scissioni" il quale è stato abrogato - forse proprio a causa dell'introduzione dell'art. 2437-*quinquies* cod. civ. - dal D.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, primo decreto correttivo della riforma del 2003.

³¹⁹ Per degli esempi in tal senso si veda MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 305 e ss.

compenso equivalente alla propria partecipazione societaria; pertanto, fino a quel momento, il socio manterrà il proprio *status* all'interno della società³²⁰.

La delibera di fusione - sia per le società di capitali che per le società di persone - deve essere poi depositata per l'iscrizione nel registro delle imprese, unitamente ai documenti di cui all'art. 2501-*septies* cod. civ.

Va, infine, ulteriormente sottolineato che, qualora si tratti della decisione di fusione di una società di capitali o di società di persone, se la società risultante dall'operazione sarà una società di capitali, il deposito dovrà essere effettuato secondo quanto disposto dall'art. 2436 cod. civ. relativo al controllo notarile o giudiziario³²¹ (art. 2502-*bis* cod. civ.).

Soltanto dopo tale iscrizione la delibera di fusione produrrà effetti anche nei confronti dei terzi³²².

2.3. (Segue): la tutela dei creditori sociali: l'opposizione ex art. 2503 cod. civ.

Come è stato brevemente accennato in precedenza, l'attuazione di una operazione di fusione - determinando la confusione dei patrimoni delle società partecipanti - potrebbe pregiudicare il ceto creditorio originario delle singole società per effetto della diminuzione delle garanzie patrimoniali; i creditori, infatti, una volta effettuata l'operazione straordinaria in argomento, si ritroveranno tutti a concorrere sullo stesso

³²⁰ Si veda, per una breve analisi sul tema, MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 309 e ss.

³²¹ In tali ipotesi, il notaio che ha verbalizzato la delibera assembleare dovrà richiederne l'iscrizione presso il registro delle imprese entro trenta giorni, previa verifica sul puntuale adempimento di tutte le condizioni richieste dalla legge. L'ufficio del registro delle imprese, verificherà la regolarità formale della delibera e la iscriverà nel registro. Per contro, qualora il notaio non ritenga soddisfatte le condizioni per richiedere l'iscrizione della delibera in argomento lo comunicherà - sempre nel termine di trenta giorni - agli amministratori, i quali potranno: (i) convocare l'assemblea per modificare la delibera di fusione affinché sia idonea all'iscrizione; ovvero, (ii) potranno richiedere un provvedimento in tal senso. Il tribunale compiuti gli opportuni accertamenti ordinerà - nel caso in cui sia verificato l'adempimento delle condizioni richieste - l'iscrizione nel relativo registro.

³²² La delibera di fusione è revocabile fin quando non sia stato stipulato il c.d. atto di fusione (di cui parleremo più avanti) che comporterà una modifica statutaria, a meno che la società revocante, qualora ne ricorrano i presupposti, incorra in responsabilità precontrattuale. Per converso, la delibera non sarà revocabile successivamente all'iscrizione nel registro delle imprese, con conseguente estensione degli effetti della fusione *erga omnes*.

patrimonio della società incorporante o del nuovo ente societario costituito con la fusione.

Lo strumento predisposto a tal riguardo dal legislatore, per fornire ai creditori adeguata tutela, è, per l'appunto, l'istituto dell'opposizione dei creditori (art. 2503 cod. civ.).

La norma in questione esordisce disponendo che l'operazione di fusione può essere realizzata solamente dopo che siano decorsi sessanta giorni dalla delibera di fusione di cui all'art. 2502-*bis* cod. civ.³²³. Il termine comincerà a decorrere dall'ultimo deposito di cui all'articolo appena citato e deve intendersi unico per tutte le società.

Entro il suddetto termine i creditori - anteriori al deposito del progetto di fusione per l'iscrizione nel registro delle imprese o alla pubblicazione dello stesso sul sito Internet della società - potranno effettuare l'opposizione.

La legge non identifica, con precisione, le categorie di credito legittimate all'opposizione; è sufficiente, perciò, che il credito sia sorto anteriormente al deposito dell'ultima iscrizione di cui all'art. 2501-*ter*, terzo comma, cod. civ.³²⁴.

La proposizione dell'opposizione *ex art.* 2503 cod. civ. sospenderà il procedimento di fusione finché il relativo giudizio sarà deciso dal tribunale³²⁵. Il tribunale potrà, comunque, autorizzare l'attuazione della fusione qualora la società interessata presti idonea garanzia a favore, soltanto, dei creditori che si siano opposti all'operazione³²⁶.

La norma in esame, inoltre, introduce delle deroghe, consentendo ipotesi di c.d. fusione anticipata, ossia senza attendere il decorso dei sessanta giorni richiesti.

³²³ Il termine di sessanta giorni è un termine generale dettato per le fusioni ordinarie tra società azionarie. Tale termine è ridotto a trenta giorni, nel caso in cui nell'operazione intervengano società le cui partecipazioni non siano azionarie (art. 2505-*quater* cod. civ.), e a quindici giorni, *ex art.* 57, comma 3, TUB, per le fusioni che coinvolgono società bancarie. Sorge, in proposito, il dubbio se, nel caso di fusione tra una società bancaria e una società non bancaria, debba applicarsi o meno il termine ordinario del cod. civ. o quello speciale statuito dal TUB (si veda la riguardo MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 363, nota n. 3). Il termine è, altresì, ridotto ad un mese per le fusioni (e le scissioni) poste in essere nel contesto di procedure di dismissione delle partecipazioni azionarie di controllo dello Stato e degli enti pubblici (art. 10, lett. d, l. 474/1994), nonché per le fusioni realizzate da società controllate dallo Stato le quali creino società ugualmente controllate dallo Stato *ex art.* 1, l. 442/1993.

³²⁴ Si veda per una disamina MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 365 e ss.

³²⁵ Cfr. Trib. Milano, sez. VIII, 5 marzo 2009, n. 3014, in *Giustizia a Milano*, 2009, 3, 23, il quale ha statuito che l'impugnazione del creditore ai sensi dell'art. 2503 cod. civ., non comporta l'invalidità dell'atto impugnato, ma la sua mera inefficacia.

³²⁶ Per attuazione della fusione si intende la continuazione dell'*iter* procedimentale con il deposito dell'atto di fusione di cui all'art. 2504 cod. civ. Tale discorso sarà approfondito nel prossimo paragrafo.

Essa, innanzitutto, richiama esplicitamente l'applicazione dell'ultimo comma dell'art. 2445 cod. civ., secondo cui il tribunale, qualora, alternativamente, ritenga infondato il pericolo di pregiudizio avanzato dai creditori, ovvero risulti che la società abbia prestato le idonee garanzie, dispone che si prosegua con l'operazione senza considerare l'avvenuta opposizione.

Statuisce, ancora, la disposizione in esame che le società potranno procedere direttamente alla fusione, senza attendere la decorrenza dei termini fissati per legge³²⁷ qualora, alternativamente:

- vi sia il consenso di tutti i singoli creditori - anteriori al deposito del progetto di fusione - delle società partecipanti alla fusione;
- vengano soddisfatti, mediante apposito pagamento, i crediti i cui titolari non hanno prestato il loro consenso;
- siano depositate le somme corrispondenti presso una banca;
- sia redatta, da un'unica società di revisione per tutte le società partecipanti, una relazione a norma dell'art. 2501-*sexies* cod. civ. ("Relazione degli esperti"), la quale attesti che la situazione "[...] patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei creditori [...]". La società di revisione sarà responsabile con la propria relazione ai sensi del comma sesto dell'art. 2501-*sexies* cod. civ., il quale ultimo richiama le disposizioni di cui all'art. 64 cod. proc. civ.³²⁸.

Al verificarsi di una di queste ipotesi, si potrà far luogo alla fusione senza attendere la decorrenza del termine di sessanta giorni, ovvero del diverso termine predisposto dalla legislazione speciale.

La *ratio* di tale disciplina risiede nel fatto che, in tutte quelle ipotesi in cui è permessa una c.d. fusione anticipata, vengono eliminati i pericoli che potrebbero concretamente arrecare un pregiudizio ai creditori sociali. In tal caso, secondo il legislatore, non sussistono più le ragioni per non procedere con l'operazione di fusione.

³²⁷ Anche in tal caso, in gergo, si parla di c.d. fusione anticipata.

³²⁸ Tale ultima deroga è stata inserita con le modifiche apportate dalla riforma delle società del 2003. Come si evince dai lavori preparatori, la *ratio legis* di tale introduzione consiste nel contemperare da un lato le esigenze di celerità connesse ad un'operazione di fusione, e dall'altro, fornire ai creditori sociali la tutela necessaria. Si veda il § 14 della relazione ministeriale al D.lgs. n. 6 del 2003.

Va ancora sottolineato che una fusione può recare pregiudizio anche agli obbligazionisti della società; a tal fine l'art. 2503-*bis* cod. civ., estende l'applicazione della disciplina appena descritta nei confronti di questi ultimi. Tuttavia gli stessi decadono dal diritto di opporsi alla fusione qualora questa sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti³²⁹.

Per quanto riguarda poi, in particolare, i titolari di obbligazioni convertibili, la norma statuisce che ad essi deve essere data la possibilità di convertire le proprie obbligazioni³³⁰ nel termine di trenta giorni decorrente dalla pubblicazione nella G.U. del relativo avviso di conversione.

Nei confronti di coloro che non abbiano esercitato tale facoltà, l'art. 2503-*bis* cod. civ. dispone che la società assicuri diritti equivalenti a quelli loro spettanti precedentemente alla fusione, fatta salva l'ipotesi, come nel caso precedente, che l'operazione sia stata - *ex art.* 2415 cod. civ. - approvata dalla relativa assemblea.

Tuttavia, può accadere che l'atto di fusione venga stipulato senza il rispetto delle disposizioni di cui all'art. 2503 cod. civ. e delle condizioni dettate per potere attuare una fusione c.d. anticipata.

La teoria dottrinale e giurisprudenziale oggi prevalente propende per l'inefficacia dell'atto di fusione³³¹; l'atto in questione sarà valido, ma improduttivo di effetti *erga omnes*³³². In tal caso scatterà nei confronti degli amministratori l'applicazione delle sanzioni di cui all'art. 2629 cod. civ. - rubricato, per l'appunto, "Operazioni in

³²⁹ La disciplina dell'assemblea degli obbligazionisti è dettata dal codice civile agli artt. 2415 e ss. Secondo la dottrina (cfr. CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, pp. 642 e ss.) l'approvazione della fusione potrà avvenire con le normali maggioranze di cui all'art. 2415 cod. civ., senza il ricorso alle maggioranze rafforzate richieste, invece, per la modificazione delle condizioni del prestito.

³³⁰ A tal fine, è onere della società partecipante alla fusione pubblicare almeno novanta giorni prima della iscrizione del progetto di fusione, nella Gazzetta Ufficiale (G.U.) un avviso, con il quale si avvertono i possessori di obbligazioni convertibili della possibilità di esercitare tale facoltà.

³³¹ In passato è stata sostenuta, da autorevole dottrina, la tesi della nullità dell'atto di fusione stipulato in violazione delle norme dettate dall'art. 2503 cod. civ. Cfr. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 387 e ss.

³³² Cfr. per tale posizione dottrinale CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 643; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 388. Sostengono invece che l'atto di fusione stipulato in violazione del dettato normativo di cui all'art. 2503 cod. civ. sia valido ed efficace *erga omnes* e generi soltanto la responsabilità per danni della società risultante dall'operazione e la responsabilità civile e penale degli amministratori - *ex art.* 2629 cod. civ. - i quali abbiano dato corso alla fusione, BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 205 e ss. Ancora, altra tesi sostiene l'inopponibilità dell'atto di fusione solamente nei confronti dei creditori, i quali potrebbero esercitare il diritto di opposizione alla fusione o continuare il relativo giudizio già instaurato. Per le posizioni giurisprudenziali in tale senso si veda, tra le tante, Cass. 5 marzo 1976, n. 726, in *Giur. it.*, 1976, I, 1, 909.

pregiudizio dei creditori.” - il quale dispone che nel caso siano compiute operazioni³³³ in violazione di norme a tutela dei creditori che ne danneggino la posizione, gli amministratori “[...] sono puniti, a querela della persona offesa, con la reclusione da sei mesi a tre anni.” (art. 2629, comma primo, cod. civ.). Tale norma consente, inoltre, la possibilità di estinguere il reato commesso prima del relativo giudizio, mediante il risarcimento ai creditori del danno causato (secondo comma)³³⁴.

Dalla tesi dottrinale da ultimo accennata, è dunque possibile dedurre la possibilità di porre in essere un atto di fusione sottoposto a condizione, che diverrebbe produttivo di effetti soltanto nel caso in cui, decorso il termine per l’opposizione, nessun creditore abbia esercitato tale facoltà³³⁵.

Tuttavia, se si aderisce alla tesi della semplice inefficacia dell’atto di fusione, non può non tenersi conto - anche per la coerenza intrinseca del sistema delineato dal legislatore - dell’art. 2504-*quater* cod. civ., il quale, relativamente all’invalidità della fusione, dispone che qualora siano state eseguite le iscrizioni dell’atto di fusione l’invalidità dell’atto in questione non potrà essere pronunciata³³⁶.

2.4. (Segue): l’atto di fusione di cui all’art. 2504 cod. civ. La produzione di effetti dell’operazione.

La fusione delle società rappresenta una fattispecie a formazione progressiva mediante la quale avviene una modificazione statutaria del tutto peculiare, infatti, richiede un ulteriore passaggio consistente nella stipulazione e nel deposito per l’iscrizione nel registro delle imprese del c.d. atto di fusione.

La disciplina ed il contenuto di tale documento conclusivo è contenuta nell’art. 2504 cod. civ.

³³³ Nello specifico riduzioni del capitale della società, ovvero operazioni di fusione o scissione.

³³⁴ Per una breve disamina sulla responsabilità degli amministratori *ex art. 2629 cod. civ.* si vedano BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 212 e ss.

³³⁵ Si vedano al riguardo CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 643, nota n. 58 e MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 388-389.

³³⁶ Tale disposizione sarà trattata più approfonditamente nel prossimo paragrafo.

La norma, innanzitutto, statuisce espressamente che l'atto di fusione deve avere la forma dell'atto pubblico (primo comma). Si noti che tale requisito di forma è richiesto in ogni singolo caso di fusione, anche qualora non partecipino società di capitali. Tale documento, inoltre, costituirà, nel caso di fusione in senso stretto, l'atto costitutivo della nuova società creata con l'operazione.

La stipulazione dell'atto di fusione è di competenza degli amministratori³³⁷ delle società partecipanti all'operazione; questo documento, potrà essere stipulato soltanto dopo che siano decorsi sessanta giorni dalle iscrizioni delle delibere di fusione, per permettere al ceto creditorio, *ex art. 2503 cod. civ.*, di poter esercitare l'opposizione alla fusione, ad eccezione, naturalmente, dei casi in cui sia permessa una fusione c.d. anticipata.

Va sottolineato, tuttavia, che l'organo amministrativo incontra notevoli limiti nella redazione di tale documento, in quanto il suo contenuto dovrà essere modellato sulla base del progetto di fusione adottato, nella fase precedente, da ciascuna delle società partecipanti alla fusione.

Proprio le limitazioni poste alla discrezionalità degli amministratori hanno, in passato, indotto una parte della dottrina a ritenere che l'atto di fusione non avesse natura negoziale. Tale tesi è, comunque, da respingere in quanto è sempre lasciato agli amministratori un margine di valutazione in ordine alla possibilità o meno di addivenire al completamento dell'operazione di fusione qualora gli aspetti della situazione siano eventualmente mutati nell'intervallo di tempo tra la delibera di fusione e la redazione del documento in questione. Inoltre, non tutti i punti da inserire nell'atto sono predeterminati con esattezza. È quindi possibile ritenere, in definitiva, che l'atto di fusione ha natura negoziale, nonostante i limiti su esposti³³⁸.

L'atto di fusione, nel termine di trenta giorni, dovrà essere depositato, a cura notaio rogante, o dei soggetti chiamati ad amministrare³³⁹ la società risultante al termine

³³⁷ È pacifico in dottrina che la stipulazione dell'atto di fusione possa essere delegata dagli amministratori ad altri soggetti, purché la relativa delega rivesta anch'essa la forma dell'atto pubblico ai sensi di quanto disposto nell'art. 1392 cod. civ. ("Forma della procura").

³³⁸ Riconoscono natura negoziale all'atto di fusione, tra i tanti, BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 220 e ss.; e MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 447 e ss.

³³⁹ Il secondo comma, dell'art. 2504 cod. civ., con maggiore precisione fa riferimento "[...] ai soggetti cui compete l'amministrazione della società risultante dalla fusione o di quella incorporante [...]". Si tratta sempre di una locuzione inserita *ad hoc* dal legislatore della riforma per fare riferimento ai vari sistemi di amministrazione e controllo presenti nel nostro ordinamento.

dell'operazione o di quella incorporante, per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo in cui le società partecipanti all'operazione hanno la sede sociale, nonché nell'ufficio del registro delle imprese dove ha sede la società incorporante o quella risultante dalla fusione.

Inoltre, al notaio rogante spetterà il controllo di legalità sull'atto di fusione. La norma di riferimento del codice civile non richiama - come visto precedentemente nel § 2.2. per il deposito delle delibere di fusione - l'art. 2436 cod. civ.; deve, dunque, ritenersi applicabile, alla fattispecie in esame, l'art. 28 della legge notarile³⁴⁰, il quale dispone che il notaio non può ricevere atti che siano “espressamente proibiti dalla legge, o manifestamente contrari al buon costume o all'ordine pubblico;”³⁴¹.

Va, infine, ulteriormente precisato che il controllo di legalità deve essere fatto al momento della redazione dell'atto e non in quello successivo della sua iscrizione presso il registro delle imprese.

L'art. 2504, ultimo comma, cod. civ. precisa, inoltre, che, il deposito della società frutto della fusione dovrà essere effettuato successivamente a quello di tutte le società partecipanti all'operazione³⁴².

Nel successivo art. 2504-*bis* cod. civ., sono statuiti gli effetti della fusione; a tal riguardo è stabilito che, al termine dell'operazione, la nuova società costituita *ad hoc* o la società incorporante diventano titolari dei diritti e responsabili degli obblighi delle singole società partecipanti, continuando tutti i loro rapporti anteriori alla fusione.

Gli effetti della fusione si producono nel momento in cui avviene l'ultima iscrizione dell'atto di fusione disposta dall'art. 2504 cod. civ. Tuttavia, nella sola fusione per incorporazione, è possibile postdatare la produzione degli effetti dell'operazione di cui

³⁴⁰ Legge 16 febbraio 1913 n. 89.

³⁴¹ Si veda per una disamina sul controllo di legalità dell'atto di fusione e le eventuali sanzioni a carico del notaio rogante MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 456 e ss.

³⁴² È inoltre opinione comune che debba essere rispettato tale ordine cronologico, non solo con riguardo al deposito, ma anche riguardo all'iscrizione. Cfr. a tal riguardo, CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 643; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 455, nota n. 18.

si discute³⁴³; con più precisione, tale postdatazione, ha carattere assoluto, in quanto è relativa a tutti gli effetti posti in essere dalla fusione. (art. 2504-*bis*, secondo comma, cod. civ.)

Proseguendo nella disamina degli effetti della fusione - con particolare riguardo al differimento della produzione di effetti della fusione - il comma successivo dell'art. 2504-*bis* cod. civ., dispone che, nei casi di cui ai numeri 5) e 6) dell'art. 2501-*ter* cod. civ.³⁴⁴, è possibile far retroagire l'efficacia dell'operazione ad una data anteriore, mediante espressa clausola inserita nel progetto di fusione.

Al contrario di quanto previsto per la postdatazione degli effetti, in questo caso è possibile far retroagire gli effetti dell'operazione, sia in ipotesi di fusione per incorporazione che di fusione in senso stretto.

L'articolo del codice in esame nega la possibilità di retrodatare i cc.dd. effetti reali della fusione (quali ad esempio l'unificazione dei patrimoni delle singole società), permettendo solamente, come sopra accennato, la c.d. retrodatazione contabile, al fine agevolare le società nel caso in cui intercorra un eccessivo lasso di tempo tra la delibera e l'attuazione della fusione.

Dunque, questa operazione consiste nell'imputare al bilancio della società risultante al termine della fusione operazioni compiute prima del perfezionamento della fusione dalle singole società partecipanti, o, ancora, retrodatare il periodo a partire dal quale le azioni o quote ricevute dai soci iniziano a partecipare agli utili.

È prassi ormai consolidata indicare, come data in cui avviene la retrodatazione contabile, il giorno di inizio dell'esercizio in corso.

Alla redazione del primo bilancio di esercizio successivo all'attuazione della fusione è dedicato, infine, il quarto comma, dell'art. 2504-*bis* cod. civ., ove è statuito che in tale bilancio saranno iscritte le attività e le passività che risultino dalle scritture contabili

³⁴³ La *ratio legis* della esclusione della c.d. fusione in senso stretto è possibile desumerla dalla relazione ministeriale al D.Lgs. 22 del 1991 nel quale si afferma che “[...] è invero arduo, anche dal punto di vista logico, concepire un soggetto giuridico esistente, ma privo di patrimonio e dunque incapace di fungere da centro di imputazione di responsabilità”. Cfr., su questa posizione BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 225 e ss.; CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, pp. 643 e ss.; OTTIERI L., *Riflessioni in tema di postdatazione e cancellazione degli effetti dell'atto di fusione*, nota a Trib. Pisa 12 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, III, p. 517. Per contro, vi è una parte della dottrina la quale sostiene che non vi è nessuna ragione per negare la postdatazione degli effetti nei casi di fusione propria; si veda tra i tanti, MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 463 e ss.

³⁴⁴ Ossia, rispettivamente “5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; e 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;”

delle società partecipanti, con i valori ivi trascritti alla data in cui la fusione esplica gli effetti che le sono propri³⁴⁵.

I periodi successivi del comma in esame dispongono inoltre che, nel caso in cui vi sia un disavanzo da fusione³⁴⁶, questo sia imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti all'operazione, e, per la differenza, ad avviamento con il rispetto delle condizioni di cui al n. 6) dell'art. 2426 cod. civ.³⁴⁷.

Al contrario, qualora venga registrato un c.d. avanzo da fusione³⁴⁸, questo deve essere iscritto - se sia dovuto ad una previsione di risultati economici negativi - nella voce del bilancio per i rischi ed oneri; altrimenti va iscritto in una voce *ad hoc* nel patrimonio netto.

Concludendo la disamina degli effetti della fusione, va infine detto che, qualora al termine dell'operazione la società risultante dalla fusione, o quella incorporante, rivestano la tipologia di una società di capitali, ciò non libererà i soci delle singole società partecipanti - che rispondono illimitatamente per le obbligazioni contratte fino a quel momento - dalle obbligazioni anteriori all'operazione, o meglio, precedenti all'ultima iscrizione dell'atto di fusione, (2504-*bis*, ultimo comma, cod. civ.).

³⁴⁵ Con l'espressione "data di efficacia della fusione" bisogna intendere il termine legale di questa - di cui all'art. 2504-*bis*, comma secondo, cod. civ. - poiché è il momento, quantomeno, in cui si producono gli effetti reali della fusione.

³⁴⁶ Il disavanzo da fusione può essere di due tipologie: 1) il c.d. disavanzo da concambio, che si verifica nel caso in cui ai soci della società incorporata, in seguito alla fusione, sono assegnate dalla società incorporante, partecipazioni per un valore maggiore al suo patrimonio netto nel momento in cui avviene la fusione. Lo stesso meccanismo si ripete nel caso di fusione in senso stretto, quando i soci delle società partecipanti ricevono dalla società di nuova costituzione partecipazioni per un valore superiore alla somma dei patrimoni netti come risultano dalle scritture contabili; ovvero, 2) il c.d. disavanzo da annullamento, costituito, invece, da quella differenza che si determina qualora la società incorporante, prima della realizzazione della fusione, abbia acquistato e iscritto nei proprio bilanci la propria partecipazione nella società incorporata per un importo superiore al valore che ha il patrimonio netto di quest'ultima al momento della fusione. In tal caso, non appena eseguita la fusione tale partecipazione viene annullata e imputata nelle attività e passività della società incorporante. Si veda per un approfondimento di questo argomento VICARI A., *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo da annullamento e da concambio nella fusione*, in *Riv. Soc.*, 2008, pp. 521 e ss.

³⁴⁷ La disposizione in esame statuisce che nel caso in cui "si tratta di società che fa ricorso al mercato del capitale di rischio, devono altresì essere allegati alla nota integrativa prospetti contabili indicanti i valori attribuiti alle attività e passività delle società che hanno partecipato alla fusione e la relazione di cui all'articolo 2501-sexies".

³⁴⁸ Nell'ipotesi in cui la società incorporante, prima della fusione, acquisti e iscriva nei propri bilanci la propria partecipazione nella incorporata per un prezzo inferiore al valore del patrimonio netto della stessa al momento della realizzazione dell'operazione di fusione.

3. L'invalidità della fusione.

L'art. 2504-*quater*, cod. civ. introduce, in breve, il principio secondo il quale l'iscrizione presso il registro delle imprese dell'atto di fusione esplica un'efficacia sanante degli eventuali vizi che affliggono l'atto medesimo.

La norma, in altre parole, prevede che nel momento in cui l'atto di fusione sia iscritto nel registro delle imprese - vale a dire, sia stata data pubblicità con efficacia *erga omnes* all'operazione societaria in questione - la fusione acquisirà il carattere dell'inattaccabilità, ossia, non potrà più essere pronunciata l'invalidità dell'operazione posta in essere.

Lo scopo della norma è evidente: essa tende a salvaguardare la certezza dei traffici giuridici della struttura societaria, ed evitare - qualora la fusione fosse dichiarata invalida - il danno incombente sui terzi che avessero fatto affidamento sulla validità dell'operazione straordinaria.

Dal lato opposto, l'ultimo comma dell'art. 2504-*quater*, cod. civ. specifica che sono fatti salvi i diritti al risarcimento del danno di cui possono essere titolari i soci o i terzi che abbiano subito un pregiudizio dalla fusione.

Quindi, dall'analisi della disposizione citata, è possibile ricavare due corollari:

- 1) una volta adempiuti gli adempimenti pubblicitari di cui all'art. 2504, secondo comma, cod. civ., saranno sanati gli eventuali vizi che possono essersi verificati durante il complesso *iter* procedurale della fusione;
- 2) qualora l'operazione di fusione affetta da vizi sia stata ulteriormente realizzata, e ciò abbia arrecato dei pregiudizi a terzi o ai soci stessi della società, questi possono agire esclusivamente per ottenere il risarcimento del danno, in quanto la fusione è ormai inattaccabile, per l'effetto sanante di cui all'art. 2504-*quater*, primo comma, cod. civ. descritto sopra.

L'art. 2504-*quater* cod. civ., è molto chiaro nel richiamare, quale termine ultimo per proporre l'impugnativa contro l'operazione di fusione, l'iscrizione di cui all'art. 2504, secondo comma, cod. civ.; tuttavia non può non tenersi conto della possibilità di differire gli effetti della fusione, e bisogna quindi chiedersi, nell'ipotesi descritta, quale sia il termine ultimo da prendere in considerazione.

Orbene, in tali casi il termine per far dichiarare l'invalidità della fusione è coincidente con la data cui sono differiti gli effetti della fusione³⁴⁹.

In conclusione va sottolineato che l'efficacia sanante prodotta dalla pubblicità dell'atto di fusione è relativa solamente alle irregolarità dei singoli *step* procedurali e alle anomalie presenti nell'atto di fusione. Per contro, la sanatoria non si estende agli eventuali vizi della società risultante dalla fusione. In queste ipotesi sarà ancora possibile chiedere, nonostante l'avvenuta iscrizione nel registro delle imprese, la nullità della società che può essere pronunciata solamente nei casi indicati all'art. 2332 cod. civ.³⁵⁰

Anche al verificarsi di una delle ipotesi di cui all'art. 2332 cod. civ., non si avrà, comunque, un ritorno alla situazione ante-fusione, ma si dovrà procedere con la liquidazione della società risultante dalla tale operazione straordinaria³⁵¹.

3.1. (Segue): il danno derivante da invalidità della fusione: brevi cenni.

Effettuata, dunque, l'iscrizione disposta dal secondo comma dell'art. 2504 cod. civ., non potrà più essere pronunciata l'invalidità della fusione (art. 2504-*quater*, primo comma, cod. civ.)³⁵².

L'art. 2504-*quater* cod. civ., nell'ultimo comma, statuisce che i soci e i terzi, i quali abbiano subito un pregiudizio dalla fusione, sono titolari del diritto al risarcimento del

³⁴⁹ Cfr. su questo punto l'opinione di CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, pp. 646 e ss. Nel senso invece che abbia efficacia sanante soltanto la data di iscrizione dell'atto di fusione *ex art. 2504*, secondo comma, cod. civ., senza tener conto di postdatazione degli effetti della fusione, BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 231 e ss.

³⁵⁰ E precisamente: 1) l'atto costitutivo non sia stipulato nella forma dell'atto pubblico; 2) venga perseguito un oggetto sociale illecito; 3) manchi nell'atto costitutivo qualsiasi riferimento alla denominazione sociale, ai conferimenti, all'oggetto sociale, o infine, all'ammontare del capitale.

³⁵¹ si veda per una opinione contraria all'inapplicabilità in *toto* dell'art. 2332 cod. civ. alla fattispecie in esame MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 541 e ss.

³⁵² Cfr. a tal fine il paragrafo precedente.

danno, e potranno perciò esperire la relativa azione per ottenere il conseguente indennizzo³⁵³.

Dunque, deve essere innanzitutto sottolineato che, quando sia stata già eseguita l'iscrizione dell'atto di fusione, l'accertamento dell'invalidità della fusione potrà essere compiuto solamente al fine di verificare se sussista o meno il diritto al risarcimento del danno vantato dal socio o dal terzo.

I legittimati attivi sono identificati nella disposizione, la quale fa riferimento ai soci o ai terzi³⁵⁴ che abbiano subito un danno dalla realizzazione della fusione. Questi potranno esperire la loro azione nei confronti:

- (i) della società risultante dalla fusione, o incorporante;
- (ii) degli amministratori di queste ultime,
- (iii) degli esperti chiamati ad esprimersi sul rapporto di cambio, qualora vi sia stata una errata valutazione sulla relativa congruità di questo³⁵⁵.

In secondo luogo, è importante individuare anche la tipologia di pregiudizio che può verificarsi.

Emerge statisticamente che, nella quasi totalità dei casi, il pregiudizio lamentato *ex art. 2504-quater*, secondo comma, cod. civ. attiene alla non congruità del rapporto di cambio; infatti, il quantitativo di azioni da ricevere in cambio della propria partecipazione originaria è spesso causa di controversie tra i soci delle società partecipanti alla fusione, da un lato, e la società incorporante o quella risultante dalla fusione, dall'altro, poiché tale valore non è calcolato in modo oggettivo, ma è, per

³⁵³ Quanto alle caratteristiche del risarcimento, in questa peculiare fattispecie posso essere applicati i principi generali vigenti nel diritto privato. Secondo la teoria comune il danno è la risultante di due aspetti: 1) il c.d. danno emergente, ossia la perdita subita dal socio, e 2) il c.d. lucro cessante, cioè il mancato guadagno. Il risarcimento del pregiudizio subito deve perciò essere calcolato tenendo conto sia del danno emergente che del lucro cessante.

Va anche sottolineato che a seconda dei casi specifici, potrà trovare applicazione un altro principio generale del nostro ordinamento, ossia il risarcimento in forma specifica ai sensi dell'art. 2058 cod. civ., il quale, per l'appunto, detta la disciplina del reintegro in forma specifica.

³⁵⁴ Quanto ai creditori ai quali sia riconosciuta la legittimazione attiva, va precisato che sul punto in questione la dottrina è divisa; dal un lato infatti vi è chi sostiene che l'esercizio dell'azione di risarcimento del danno spetti soltanto a coloro i quali abbiano precedentemente proposto opposizione ai sensi dell'art. 2503 cod. civ. (per una analisi dell'istituto dell'opposizione dei creditori si veda il paragrafo 2.3.), l'altra parte, ritiene per contro, che l'esperimento di tale azione non sia un requisito necessario per poter richiedere l'indennizzo del pregiudizio subito.

³⁵⁵ Tuttavia si discute ancora in dottrina se in tale fattispecie si configuri un danno di origine contrattuale, ovvero, ai sensi dell'art. 2043 cod. civ., di natura extracontrattuale. Si veda, a tal riguardo, per dei riferimenti dottrinali MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 550 note nn. 206 e 207. Per una dettagliata disamina sulla natura del danno da fusione in generale cfr. BELTRAMI P. D., *La responsabilità per danni da fusione*, Giappichelli, Torino, 2008, pp. 45 e ss.

contro, determinato in base ad una negoziazione tra gli amministratori delle singole società partecipanti all'operazione³⁵⁶.

Non trattandosi di un valore facilmente predeterminabile in base ad una semplice operazione matematica, occorrerà individuare quando il rapporto di cambio possa definirsi incongruo. È possibile affermare che si avrà la congruità del rapporto nel caso in cui gli amministratori delle varie società abbiano raggiunto opportuni accordi nell'esclusivo interesse delle singole società partecipanti; per converso, qualora non siano stati perseguiti gli interessi appena citati, si configurerà, per i soci della società pregiudicata, un danno nella sfera del singolo socio (che sarà, quindi, il legittimato attivo all'esercizio della azione risarcitoria).

4. Le fusioni semplificate. L'incorporazione di società interamente possedute.

La disciplina delle fusioni nel nostro ordinamento prevede, in casi predeterminati, alcune deroghe al procedimento di fusione ordinario al fine di semplificarne e velocizzarne il complesso *iter* procedimentale ed evitare i connessi costi eccessivi.

La riforma delle società del 2003 ha introdotto, dunque, accanto al procedimento ordinario, un procedimento modificato al fine di renderlo più agile. Per tale motivo questa tipologia di operazioni prende il nome di fusioni semplificate.

Una di queste fattispecie presenti nel nostro codice civile è la c.d. incorporazione di società interamente possedute, la cui disciplina è dettata nell'art. 2505 cod. civ.

Tale disposizione, al primo comma, statuisce che, nell'ipotesi di fusione per incorporazione di una società in cui l'incorporante possiede tutte le azioni o quote del capitale dell'incorporata, non dovranno essere applicate le norme di cui ai nn. 3), 4) e 5) dell'art. 2501-*ter* cod. civ. relativi, rispettivamente:

- al rapporto di cambio e all'eventuale conguaglio in denaro;

³⁵⁶ Non è stabilita nessuna tipologia di criterio per la determinazione del rapporto di cambio, e tale negoziazione è assegnata alla discrezionalità degli amministratori. Cfr. CAMPOBASSO G.F., *op. cit.*, p. 635.

- alle modalità di assegnazione delle azioni o quote alla società frutto dell'operazione;

- alla data a partire da quando tali azioni o quote parteciperanno agli utili.

Non dovranno essere applicate, altresì, le disposizioni di cui agli art. 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* cod. civ., riguardanti, come visto precedentemente, la redazione della relazione da parte dell'organo amministrativo e quella degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio.

Da quanto appena descritto, è possibile dedurre che il legislatore ha ritenuto superflui gli adempimenti suddetti in relazione ad una operazione straordinaria caratterizzata, per la peculiarità della fattispecie - ossia l'intero possesso di quote o azioni di una società da parte di un'altra - dall'assenza del rapporto di cambio. La norma in esame perciò elimina tutti gli adempimenti connessi a tale rapporto³⁵⁷.

Con riguardo a questa tipologia di fusione semplificata, sorge il quesito in ordine al momento in cui debba sussistere l'effettivo controllo di tutte le partecipazioni della società da incorporare; sul punto, infatti, il legislatore della riforma non si è espresso.

In conseguenza di ciò, si sono contrapposte negli anni diverse tesi.

Secondo una parte della dottrina, il possesso totalitario della società da incorporare dovrebbe sussistere al momento della pubblicazione del progetto di fusione, mentre altra parte sostiene, invece, che debba sussistere nel momento in cui viene adottata la delibera di fusione.

Tuttavia, è da preferire un terzo ed ulteriore filone dottrinale che individua la necessità di tale possesso totalitario nel momento dell'attuazione della fusione.

Secondo tale ultima tesi, la procedura prevista per la fusione semplificata sarebbe applicabile anche nel momento in cui il presupposto del possesso totalitario delle partecipazioni della società da incorporare, quale condizione per l'attuazione dell'operazione straordinaria, non sussista al momento né del progetto di fusione né

³⁵⁷ Deve essere ulteriormente precisato che, nel caso in cui si tratti di una fusione c.d. eterogenea, la quale cioè comporti contestualmente anche una trasformazione societaria, qualora ne ricorrano i presupposti, si dovrà necessariamente redigere - ai sensi dell'art. 2343 cod. civ. - la stima del patrimonio della società di persone partecipante, il quale al termine dell'operazione sarà poi imputato al capitale della società di capitali risultante dalla fusione.

della delibera di fusione, ma piuttosto al momento in cui si provvederà alla stipula dell'atto di fusione³⁵⁸.

L'art. 2505, secondo comma, cod. civ. statuisce, inoltre, che l'atto costitutivo o lo statuto³⁵⁹ possono prevedere che la fusione qui in argomento sia decisa dall'organo amministrativo della società; in questo caso, precisa la disposizione, la relativa delibera dovrà rivestire la forma dell'atto pubblico³⁶⁰.

Questa norma introduce un'evidente deroga al principio generale secondo il quale siano i soci, in assemblea, a deliberare le modifiche statutarie della società, tra cui rientrano anche le operazioni di fusione³⁶¹.

La *ratio* della disposizione è permettere l'accentramento di tutti i poteri decisionali nell'organo gestorio per poter rendere maggiormente efficienti queste operazioni societarie.

Anche in questa fattispecie dovranno essere rispettati gli adempimenti relativi al progetto di fusione di cui all'art. 2503-*ter*, commi terzo e quarto, cod. civ., ed inoltre, solo per la società incorporante, anche le disposizioni *ex art.* 2501-*septies* che disciplina

³⁵⁸ Per approfondire le singole tesi dottrinali citate nel testo cfr. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 559 e ss. *Contra*, si veda BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 243 e ss., secondo i quali "Il possesso totalitario del capitale dell'incorporata da parte dell'incorporante deve essere, da un punto di vista temporale, anteriore alla redazione dello stesso progetto di fusione."

³⁵⁹ Non è del tutto pacifico in dottrina se la previsione dell'atto costitutivo o dello statuto, riguardo alla possibilità che la fusione semplificata sia deliberata dall'organo amministrativo, debba essere contenuta in ognuno degli atti costitutivi o degli statuti delle singole società partecipanti alla fusione o meno. La dottrina prevalente ritiene che sia sufficiente che tale previsione sia contenuta almeno nello statuto della società incorporante. Si veda in tal senso BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 245.; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 564.

³⁶⁰ Si noti che l'approvazione della fusione da parte degli amministratori, nella peculiare fattispecie di fusione che stiamo analizzando, non elimina il precedente requisito della approvazione del progetto di fusione da parte di questi ultimi, in quanto costituisce una decisione autonoma rispetto a questa. Inoltre, l'attribuzione di tale facoltà all'organo amministrativo non elimina la competenza - in tal caso concorrente - dell'assemblea dei soci.

³⁶¹ Il testo dell'art. 2505 cod. civ., omette di specificare la tipologia societaria cui si applicano le disposizioni dettate nel secondo comma. Per le s.p.a. non sussiste alcun dubbio in merito grazie al dettato dell'art. 2365, comma secondo, cod. civ., che espressamente menziona l'art. 2505 cod. civ., tra le ipotesi in cui è possibile delegare le competenze relative alla fusione all'organo amministrativo della società. Per quanto riguarda le s.r.l., pur non essendo prevista una norma simile a quella vista per le s.p.a. e nonostante il disposto degli artt. 2479 e 2480 cod. civ., la dottrina maggioritaria ritiene che la fattispecie di cui si discute possa essere applicata anche alle s.r.l. (cfr. in tale senso ATLANTE N., *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 638.; MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 565 e ss.; in senso contrario si veda, invece, SCOGNAMIGLIO G., *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, p. 901.). La disposizione dettata dall'art. 2505, secondo comma, cod. civ., è inoltre possibile applicarla alle società di persone (in tale senso cfr. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 566-567.).

il deposito degli atti della fusione presso la sede delle singole società partecipanti (art. 2505, secondo comma, cod. civ.)³⁶².

Infine, l'articolo conclude, al terzo comma, disponendo che i (soli) soci della società incorporante - i quali rappresentino almeno il 5% del capitale sociale - possono chiedere alla propria società che la fusione sia adottata secondo le disposizioni di cui al primo comma dell'art. 2502 cod. civ, ossia con il consenso dei soci espresso in assemblea secondo le maggioranze specificate nella norma.

Questa richiesta dovrà essere mandata alla propria società entro otto giorni dal deposito³⁶³ per l'iscrizione presso il registro delle imprese, ovvero dalla pubblicazione del progetto di fusione sul relativo sito Internet della società (art. 2505, terzo comma, cod. civ.).

In conclusione, va sottolineato che tali disposizioni derogatorie non eliminano, tuttavia, rispetto al procedimento *standard*, la necessità del rispetto delle diverse scadenze temporali del procedimento di fusione.

Ciò nondimeno, si è posto in dottrina il problema a chi spetti la competenza per rinunciare ai termini di cui gli artt. 2501-*ter* e 2501-*quinquies* cod. civ.

Al riguardo, una parte della dottrina³⁶⁴ considera tali termini derogabili³⁶⁵; in questa fattispecie, però, la competenza per rinunciare al termine sarà traslata - come per la decisione di fusione - sull'organo amministrativo, il quale dovrà rispettare il *quorum* dell'unanimità disposto per la rinuncia a questi termini.

Tuttavia, nell'ipotesi da ultimo accennata, la rinuncia al termine potrà essere soltanto parziale, in quanto dovrà essere rispettato, in ogni caso, il termine di otto giorni disposto a favore dei soci³⁶⁶ per spedire la domanda di cui all'art. 2505, ultimo comma, cod. civ.

³⁶² Comma leggermente modificato dal D.lgs. 7 giugno 2012 di recepimento della direttiva 2009/109/CE.

³⁶³ Si presti particolare attenzione al fatto che il termine di otto giorni comincia a decorrere esattamente dalla data di deposito del progetto di fusione e non dal giorno dell'iscrizione. Cfr. sul punto ATLANTE N., *op. cit.*, III, p. 638.

³⁶⁴ Si veda per questa opinione BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 246.

³⁶⁵ Non sussistendo in tale fattispecie una delibera assembleare sulla fusione, si è conseguentemente portati a pensare che in questa ipotesi di fusione semplificata tali termini non siano derogabili. Tuttavia se fosse davvero così si introdurrebbe un controsenso in questa disciplina, concepita, per l'appunto, dal legislatore, come procedura più snella e celere rispetto a quella ordinaria. Deve, dunque, concludersi che anche in tal caso sia possibile la rinuncia ai termini di cui agli artt. 2501-*ter* e 2501-*septies* cod. civ.

³⁶⁶ Tale termine sarà comunque rinunciabile del tutto con il consenso dei soci che rappresentino oltre il 95% del capitale sociale.

4.1. (Segue): la fusione inversa.

Una operazione di fusione, come precedentemente accennato, può anche presentare delle peculiarità che la distinguono dalla fusione, per così dire, ordinaria. Una di queste fattispecie è la c.d. fusione inversa (detta anche, più raramente, fusione rovesciata).

Questa tipologia di fusione - chiamata così per distinguerla dalla fusione per incorporazione c.d. diretta - consiste in una operazione straordinaria nella quale la società controllata incorpora la società controllante³⁶⁷.

Vi sono tuttavia anche altre modalità di attuazione di una fusione inversa, ad esempio, la c.d. fusione inversa “a cascata” (detta anche “a cannocchiale”), nella quale la società A possiede l’intero capitale della società B, la quale a sua volta è titolare dell’intero capitale di una terza società C. Nell’ipotesi citata sarà la società C ad incorporare le prime due società, ossia A e B³⁶⁸.

La fusione inversa non è espressamente disciplinata dal legislatore; essa è stata, al contrario, creata dalla prassi societaria, ed è stato compito della dottrina e della giurisprudenza definire l’istituto e delinearne le particolarità.

Inoltre, la possibilità di realizzare una c.d. fusione inversa può ricavarsi da quanto disposto dall’art. 2357-*bis*, primo comma, n. 3, cod. civ., il quale statuisce che il limite posto dall’art. 2357 cod. civ. all’acquisto delle proprie azioni non si applica se ciò avviene “per effetto [...] di fusione [...]”. Pertanto, quando l’incorporante - nella nostra

³⁶⁷ Questa appena citata è la forma più comunemente utilizzata.

³⁶⁸ Per una disamina dei diversi modi in cui può attuarsi una fusione inversa si veda GIANNELLI A., *La fusione inversa*, in *Riv. Soc.*, 2008, pp. 1156 e ss., secondo tale autore “la fusione inversa può essere attuata secondo diverse modalità alternative, e segnatamente:

(i) per effetto della fusione, l’incorporante-controllata acquisisce *e mantiene* le azioni in essa detenute dall’incorporata-controllante, che diventano in tal modo azioni proprie; l’incorporante controllata delibera altresì un aumento di capitale a servizio della fusione, con emissione di *nuove azioni* destinate ai soci dell’incorporata-controllante;

(ii) l’incorporante-controllata acquisisce le azioni in essa detenute dall’incorporata-controllante, ma procede all’annullamento delle stesse con contestuale riduzione del capitale sociale; l’incorporante-controllata delibera altresì un aumento di capitale a servizio della fusione, con emissione di *nuove azioni* destinate ai soci dell’incorporata-controllante;

(iii) le azioni detenute dall’incorporata-controllante nella incorporante-controllata non vengono acquisite da quest’ultima, bensì assegnate *direttamente* ai soci dell’incorporata-controllante a soddisfazione del concambio; l’incorporante-controllata delibera un aumento di capitale a servizio della fusione *soltanto* per la parte eventualmente ancora necessaria per la soddisfazione delle esigenze di concambio residue.”

fattispecie la società controllata - si fonde, la controllante si troverà ad acquistare azioni proprie³⁶⁹.

Analizzando, dunque, la fusione inversa dal punto di vista sia giuridico che economico, possiamo notare che, dal punto di visto economico, non si registrerà alcuna differenza rispetto alla fusione per incorporazione diretta, in quanto ne conseguirà, in ogni caso, l'unione dei patrimoni delle società partecipanti³⁷⁰.

Dal punto di vista giuridico, invece, l'operazione è caratterizzata dalla inversione delle posizioni delle società partecipanti: la controllata, infatti, al termine dell'operazione, assumerà al ruolo di incorporante, mentre, per converso, la società controllante finirà per essere quella incorporata.

Ne consegue, pertanto, che, nonostante la struttura giuridica (inversa) della fusione, per il resto l'operazione esplicherà, sulle società partecipanti all'operazione, gli stessi effetti di una fusione per incorporazione diretta.

4.2. (Segue): incorporazione di società possedute al novanta per cento.

Altra fattispecie di fusione semplificata è l'incorporazione di una o più società in un'altra, a condizione che quest'ultima possieda almeno il novanta per cento delle azioni o quote delle prime.

L'art. 2505-*bis* cod. civ.³⁷¹ - la cui rubrica è titolata, per l'appunto, "Incorporazione di società possedute al novanta per cento." - dispone, al primo comma, che tale tipologia di fusione semplificata potrà realizzarsi a condizione che:

³⁶⁹ Tale tesi dottrinale non è del tutto pacifica. Per una opinione, a tal riguardo si veda BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 250 e ss.

³⁷⁰ Invero, non sempre, sotto l'aspetto economico, vi è una completa identità tra la fusione inversa e le tipologie di fusioni ordinarie, in quanto, spesso, da una fusione inversa possono derivarne vantaggi in termini di minori costi riconducibili, per l'appunto, al perfezionamento della fusione in un verso piuttosto che in un altro. Per una analisi sulle ragioni che possono spingere le società ad optare per la forma della c.d. fusione inversa, il luogo della fusione diretta cfr. BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 248 e ss.; PEROTTA R., *Le diverse modalità di attuazione della fusione e della scissione inversa*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 19 e ss.; GIANNELLI A., *La fusione inversa*, in *Riv. Soc.*, 2008, pp. 1155 e ss. Si veda, inoltre, per una attenta disamina delle motivazioni economiche che sottendono ad una fusione inversa CASTELLANO P., *Problematiche della fusione inversa*, in *Riv. notariato*, 2008, IV, p. 4 e ss.

³⁷¹ Anche questo articolo è stato introdotto dalla riforma del 2003 per inserire ulteriori ipotesi di fusioni caratterizzate da un procedimento più snello.

- a) sia realizzata una fusione per incorporazione;
- b) la società incorporante possieda almeno il novanta per cento delle azioni o quote delle società da incorporare;
- c) sia concesso agli altri soci della società incorporata, titolari delle rimanenti quote o azioni, il diritto di farle acquistare dalla società incorporante per un corrispettivo calcolato secondo i criteri stabiliti per il recesso.

Qualora, dunque, siano rispettate tali condizioni, l'articolo del codice civile in esame prevede un procedimento nettamente più snello di quello dettato per la fusione classica, permettendo di bypassare i requisiti della situazione patrimoniale, della relazione degli amministratori, della redazione della relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio e quanto stabilito per il deposito di questi ai sensi dell'art. 2501-*septies* cod. civ.³⁷²

Tuttavia, in questa fusione semplificata - al contrario di quanto statuito nell'ipotesi di incorporazione di società interamente posseduta (art. 2505 cod. civ.) - dovrà essere stabilito il rapporto di cambio in quanto i soci di minoranza potrebbero decidere di non cedere le loro partecipazioni. In tal caso dovrà farsi luogo al concambio di azioni³⁷³.

L'atto costitutivo o lo statuto della (sola) società incorporante può attribuire al proprio organo amministrativo la competenza a deliberare la particolare fattispecie di fusione, di cui all'art. 2505-*bis* cod. civ. In tal caso l'operazione dovrà essere decisa con delibera risultante da atto pubblico e dovranno inoltre essere rispettate le due seguenti condizioni:

- (i) siano osservate le disposizioni di cui all'art. 2501-*septies* cod. civ.³⁷⁴; e,
- (ii) sia effettuata dalla società incorporante - “almeno trenta giorni prima della data fissata per la decisione di fusione da parte della società incorporata” - l'iscrizione del

³⁷² È importante precisare che tale norma, considerata la sua eccezionalità, pone un'evidente deroga ai principi generali della fusione e non è, quindi, suscettibile di applicazione analogica. Non potranno, perciò, essere estese le semplificazioni procedurali da essa disposte ad altre operazioni ove non sussistano i suddetti requisiti. La disciplina dettata dall'art. 2505-*bis* cod. civ., deve, invece, reputarsi applicabile estensivamente alla c.d. fusione inversa.

³⁷³ Questo aspetto è abbastanza pacifico in dottrina. A tal riguardo cfr. ATLANTE N., *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 643.; BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 247; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 596.

³⁷⁴ Si tratta, in sostanza, dei depositi del “1) il progetto di fusione con le relazioni indicate negli articoli 2501-*quinquies* [“Relazione dell'organo amministrativo.”] e 2501-*sexies* [“Relazione degli esperti.”]; 2) i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale.”.

progetto di fusione presso il registro delle imprese, o in alternativa la pubblicazione sul sito Internet della società³⁷⁵.

L'art. 2505-*bis* cod. civ., infine, all'ultimo comma, rinvia espressamente, per la fattispecie di fusione semplificata in esame, a quanto disposto *ex art.* 2505, terzo comma, cod. civ.

Si tratta, cioè, delle disposizioni che permettono ai soci - che rappresentano almeno il 5% del capitale sociale - di chiedere, mediante apposita domanda³⁷⁶, che la competenza per la decisione della fusione da parte dell'incorporante sia adottata dai soci di questa in assemblea³⁷⁷.

4.3. (Segue): le ipotesi di semplificazione di cui all'art. 2505-*quater* cod. civ.: cenni e rinvio.

Infine, come già in parte accennato nel corso della descrizione del procedimento di fusione, l'art. 2505-*quater* cod. civ., introduce ulteriori semplificazioni procedurali nelle fusioni cui non aderiscano società di capitali le cui partecipazioni siano rappresentate da azioni³⁷⁸.

La disposizione in esame introduce due tipologie di semplificazione al procedimento ordinario di fusione in cui partecipino solamente società di persone, società a responsabilità limitata (s.r.l.) e società cooperative il cui capitale non sia rappresentato da azioni.

In particolare:

³⁷⁵ Affinché sia traslata la competenza a deliberare la decisione di fusione dalla assemblea all'organo amministrativo sono richiesti gli stessi presupposti disposti dall'art. 2505 cod. civ. per la fusione per incorporazione di società interamente possedute.

³⁷⁶ Va sottolineato che si tratta solamente dei soci della società incorporante; sono, per contro, esclusi i soci della società incorporata. La *ratio* di tale disposizione consiste nel fatto che i primi sono i soli che potrebbero essere pregiudicati dall'attribuzione, all'organo amministrativo, della delibera di decisione della fusione.

³⁷⁷ Per un approfondimento della disciplina del terzo comma dell'art. 2505 cod. civ. si rimanda alla lettura del § 4 del Capitolo 2. Cfr., inoltre, BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 248.; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 614.

³⁷⁸ Con più precisione si tratta delle società per azioni (s.p.a.), le società in accomandita per azioni (s.a.p.a.) e le società cooperative che abbiano optato per un capitale azionario.

(i) non troveranno applicazione le disposizioni di cui agli artt. 2501, secondo comma e 2501-*ter*, secondo comma, cod. civ.;

(ii) i termini posti dagli artt. 2501-*septies*, primo comma e 2503, primo comma, cod. civ. saranno dimezzati;

Nei casi di cui al precedente numero (i), quindi, la fusione potrà perciò essere attuata - in deroga alle disposizioni generali - anche da società in stato di liquidazione e che abbiano già cominciato con la distribuzione dell'attivo.

Inoltre, il conguaglio in denaro, attribuibile ai soci in seguito alla fusione, potrà essere superiore - a differenza della disciplina ordinaria - alla soglia fissata del dieci per cento del valore nominale delle quote assegnate³⁷⁹.

Infine, al numero (ii), sempre nel caso in cui non partecipino alla fusione società con capitale azionario, i termini di trenta giorni relativi al progetto di fusione e per il deposito degli atti elencati nell'art. 2501-*septies* cod. civ. nel periodo antecedente la decisione di fusione, ed ancora, il termine di sessanta giorni concesso ai creditori per esercitare l'opposizione alla fusione, saranno ridotti alla metà.

5. Il *merger leveraged buy out*.

Il *leveraged buy out* (L.B.O.) è, in generale, un'operazione finanziaria posta in essere con l'obiettivo di acquisire una partecipazione di controllo in una società di capitali³⁸⁰ (tale società viene solitamente identificata con il termine di società bersaglio o *target company*).

Tratto distintivo di questa operazione è il ricorso all'indebitamento. Infatti una L.B.O. fa perno proprio sul ricorso al prestito per acquisire la società bersaglio; debito che successivamente graverà proprio sul patrimonio di quest'ultima.

³⁷⁹ Le semplificazioni, appena elencate, permesse dalle disposizioni derogatorie di cui all'art. 2505-*quater* cod. civ., sono oggetto sia di interpretazione "riduttiva" sia "estensiva". In dottrina sembra comunque prevalere l'interpretazione estensiva della norma. In questo senso, cfr. ATLANTE N., *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 643, secondo il quale: "[...] sembra preferibile accogliere la diversa interpretazione ("estensiva") per la quale l'accesso alla fusione viene consentito alle società non azionarie, anche dopo l'inizio della ripartizione dell'attivo sociale, così come viene consentito alle stesse società, in costanza di fusione, di liquidare parzialmente i singoli soci attraverso l'attribuzione di una somma di denaro, superiore al 10% del valore nominale delle quote assegnate [...]".

³⁸⁰ Si tratta nella quasi totalità dei casi di una società per azioni (s.p.a.).

Affinché questa articolata operazione possa essere realizzata sono previsti diversi *step* procedurali.

Innanzitutto viene, solitamente, costituita *ad hoc* una nuova società per la realizzazione di un *leveraged buy out* (la c.d. *new company*, o semplicemente *Newco.*)³⁸¹.

Successivamente, la *Newco.* contrarrà un prestito con lo scopo di finanziare l'acquisizione delle partecipazioni della società bersaglio e, contestualmente a tale acquisizione, garantirà il finanziamento ricevuto mediante la costituzione di un pegno sulle azioni della società *target*³⁸².

Terminata, dunque, l'acquisizione della società bersaglio si procederà alla fusione per incorporazione di quest'ultima nella *new company* (c.d. *forward merger*)³⁸³.

Realizzata la fusione, nella quasi totalità dei casi l'incorporante provvederà all'annullamento delle azioni della *target* e sostituirà il pegno sulle azioni con una garanzia reale sui beni patrimoniali della società bersaglio, i quali, per effetto dell'unificazione dei patrimoni conseguente alla fusione, appartengono alla incorporante.

Attraverso tali fasi del procedimento, perciò, si procede al finanziamento dell'intera operazione mediante l'utilizzo del patrimonio della società di cui si intende acquisire il controllo³⁸⁴.

³⁸¹ Questa società è, appunto, creata come veicolo per porre in essere l'operazione. Secondo il modello *standard* di L.B.O., sarà una scatola vuota con un modesto capitale sociale, di certo non sufficiente all'acquisto delle azioni della società bersaglio.

³⁸² In alcuni (rari) casi il pegno sarà esteso anche alle azioni della *new company*.

³⁸³ Più raramente avviene il caso inverso dell'incorporazione della *newco.* nella società bersaglio (c.d. *reverse merger*). Ritengono, al contrario, che sia la *reverse merger* la tipologia di fusione più utilizzata per le L.B.O. BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 153.

³⁸⁴ Quella appena descritta è la forma classica di *leveraged buy out*. Tuttavia, la prassi conosce anche ulteriori operazioni societarie modellate su quella del L.B.O., ma con delle differenze. Ad esempio, le più comuni sono il *management buy-out*, che si verifica nel caso in cui siano gli stessi *managers* della società bersaglio ad avviare l'operazione, e il *fiscal buy out* posto in essere per ottenere dei risparmi fiscali. Si veda per una breve elencazione di tali particolari forme di L.B.O. BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 154.; GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 320.

Nell'ordinamento italiano la disciplina del L.B.O. è stata tipizzata nell'art. 2501-*bis* cod. civ. - rubricato "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento." - introdotto dalla riforma societaria del 2003³⁸⁵.

La disciplina italiana del *leveraged buy out* si caratterizza, in modo particolare, per gli obblighi di informazione cui bisogna adempiere per realizzare tale operazione. Ciò evidenzia la particolare attenzione dimostrata dal legislatore affinché i soci e i terzi siano adeguatamente informati sui presupposti e sulla reale convenienza di tale operazione.

L'art. 2501-*bis* cod. civ. si apre delimitando l'ambito di applicazione della norma alla speciale tipologia di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

Il primo comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ. testualmente dispone: "Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo."

Pertanto, gli elementi richiesti dal dettato della norma sono:

- (i) contrazione di un debito, da parte di una società, al fine di acquisire il controllo di un'altra società³⁸⁶;
- (ii) acquisizione del controllo della società bersaglio;
- (iii) fusione di tali società;
- (iv) utilizzazione del patrimonio della società *target* come garanzia per i debiti contratti nella fase iniziale della operazione.

Dunque, qualora siano presenti gli elementi suddetti, dovrà necessariamente applicarsi la più articolata disciplina dettata per queste particolari fattispecie di fusione dall'art. 2501-*bis* cod. civ.

³⁸⁵ Per una disamina della disciplina del *leveraged buy out* prima dell'intervento della riforma societaria del 2003 si veda GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 320 e ss.

³⁸⁶ È importante, affinché possa configurarsi la fattispecie in esame, che il debito contratto abbia un rapporto di "mezzo a scopo" relativamente all'acquisizione del controllo della società bersaglio. Il dettato della norma non deve quindi essere interpretato in senso restrittivo; pertanto, non è necessario che l'acquisizione del controllo della società bersaglio costituisca la causa del contratto con cui è assunto il debito. Cfr. SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, pp. 230 e ss.; MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 144 e ss.

La norma in argomento interviene, *in primis*, sul contenuto del progetto di fusione, statuendo che esso dovrà essere integrato - in aggiunta al contenuto ordinario di cui all'art. 2501-*ter* cod. civ. - con le indicazioni riguardanti le risorse finanziarie destinate al soddisfacimento delle obbligazioni³⁸⁷ della società incorporante (secondo comma)³⁸⁸.

La *ratio* di tale indicazione è duplice, e consiste:

- (i) nell'informare i soci e i terzi circa gli aspetti economici di base dell'operazione; e,
- (ii) nel far sì che l'organo amministrativo, mediante le ulteriori informazioni da inserire nel progetto di fusione, assuma le responsabilità conseguenti per la redazione e l'approvazione di questo³⁸⁹.

Un ulteriore onere a carico dell'organo amministrativo concerne la relazione di cui all'art. 2501-*quinquies* cod. civ., la quale dovrà essere opportunamente integrata indicando le ragioni che giustificano l'operazione di *leverage*. Gli amministratori dovranno, inoltre, predisporre un piano economico e finanziario nel quale siano indicate la fonte delle risorse finanziarie e gli obiettivi che si intendono perseguire con l'operazione finanziaria in argomento (terzo comma).

La ragione giustificatrice del predisporre un vero e proprio *business plan* risiede nell'esigenza di spiegare, nel dettaglio, le valide ragioni a sostegno della fusione ed escludere meri intenti speculativi dell'operazione³⁹⁰.

Al progetto di fusione dovrà, inoltre, essere allegata - ai sensi del quinto comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ. - una relazione redatta dal soggetto cui spetta la revisione legale dei conti della società bersaglio o della società acquirente³⁹¹.

³⁸⁷ A tal riguardo è opportuno evidenziare che la norma fa riferimento a tutte le obbligazioni della società incorporante e non solo a quelle contratte per effettuare l'operazione, in quanto ciò che tale disciplina tende a salvaguardare è l'equilibrio finanziario totale della società risultante dalla fusione. In questo senso si vedano MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 162.; SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 238.

³⁸⁸ Per approfondimento del contenuto del progetto di fusione di cui al secondo comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ. Cfr CINCOTTI C., *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, IV, p. 638 e ss.

³⁸⁹ Per una disamina su questo punto si veda, tra i tanti, MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 163 e ss.

³⁹⁰ Cfr. in tal senso BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, p. 155; GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 325; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 169 e ss. Nel senso della non necessità di specificare propriamente le relative ragioni industriali si veda SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, p. 239 secondo il quale: “[le] ragioni ed [gli] obiettivi [che devono essere integrati ai sensi dell’art. 2501-*bis*, terzo comma, cod. civ.] non si identificano con le ragioni di un’integrazione industriale, che può già esistere [...] o non essere possibile.

³⁹¹ Comma così modificato dal D.lgs. 27 gennaio 2010 n. 39.

Il peculiare progetto di fusione, così articolato, dovrà essere vagliato dagli esperti chiamati ad esprimersi in un apposita relazione, come nella disciplina della fusione ordinaria, sulla congruità del rapporto di cambio ai sensi dell'art. 2501-*sexies* cod. civ. Tuttavia, nella fattispecie di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, la relazione degli esperti dovrà, inoltre, attestare la “[...] ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione [...]” redatto secondo i canoni stabiliti per la disciplina in esame (art. 2501-*bis*, quarto comma, cod. civ.).

Va sottolineato inoltre che, nonostante il riferimento letterale solamente al secondo comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ.³⁹² è opinione condivisa in dottrina che la relazione degli esperti, ex art. 2501-*sexies* cod. civ., debba essere estesa anche alla attestazione della relativa ragionevolezza della relazione degli amministratori di cui all'art. 2501-*quinquies* cod. civ., come ulteriormente integrata ai sensi del terzo comma dell'articolo in discussione³⁹³.

L'ultimo comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ. dichiara, infine, espressamente non applicabili alla particolare fattispecie di fusione in analisi, le norme di cui agli artt. 2505 (“Incorporazione di società interamente posseduta”) e 2505-*bis* (“Incorporazione di società posseduta al novanta per cento”) cod. civ.³⁹⁴

Ciò significa, pertanto, che non sono applicabili le disposizioni relative alla fusioni cc.dd. semplificate. Questa scelta del legislatore indubbiamente comporta delle conseguenze sul piano procedurale per le fattispecie di fusione di cui si tratta.

Nel caso di incorporazione di società interamente posseduta, la prima rilevante differenza che è possibile dedurre consiste nel fatto che, in una operazione di L.B.O., non sarà permesso attribuire all'organo amministrativo la competenza sulla deliberazione della fusione, come, per contro, statuito nel secondo comma dell'art. 2505

³⁹² Il quale contempla, come visto sopra, il solo progetto di fusione con le ulteriori indicazioni richieste dalla fattispecie in esame.

³⁹³ Come sostenuto in dottrina (tra i tanti si vedano GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 325; MAGLIULO F., *op. cit.*, p. 171) la responsabilità gravante sui sindaci è circoscritta alla (sola) ragionevolezza delle indicazioni predisposte dagli amministratori e contenute nel progetto di fusione, nonché nella relazione dell'organo amministrativo. Su di loro graverà la responsabilità nei confronti della società, dei soci e dei terzi secondo la normativa che regola la diligenza dei professionisti ex art. 1176, secondo comma, cod. civ.

³⁹⁴ Per un approfondimento della disciplina delle ipotesi di fusione citate si rinvia, rispettivamente, ai §§ 4. e 4.2. del Capitolo 2.

cod. civ. La competenza a deliberare la fusione resterà sempre in capo ai soci riuniti in assemblea³⁹⁵.

La deroga al disposto di cui all'art. 2505 cod. civ., non deve tuttavia indurre a pensare che debbano essere categoricamente applicati i nn. 3), 4) e 5) dell'art. 2501-*ter* cod. civ., perché, nell'ipotesi di fusione in discussione - a causa della mancanza del rapporto di cambio - non sarà necessario indicare nel progetto di fusione tali requisiti.

Per quanto riguarda, inoltre, il riferimento agli art. 2501-*quinquies* e 2501-*sexies* cod. civ., il contenuto delle rispettive relazioni sarà peculiare rispetto alle altre ipotesi di fusione in quanto, come visto in precedenza, dovrà essere ulteriormente arricchito con le indicazioni di cui all'art. 2501-*bis* cod. civ.

Anche nel caso, infine, di incorporazione di società posseduta al novanta per cento (art. 2505-*bis* cod. civ.) le restrizioni introdotte dall'art. 2501-*bis* cod. civ. non consentono che la competenza a decidere la fusione sia delegata agli amministratori³⁹⁶.

Dubbi sorgono, per contro, sulla riapplicazione *in toto* dell'art. 2501-*sexies* cod. civ., poiché tale norma non troverebbe applicazione nel caso in cui sia concesso ai soci della società incorporata il diritto a che le loro azioni o quote siano acquistate dalla società incorporante ad un corrispettivo determinato secondo i criteri stabiliti per il recesso.

Pertanto, nei casi di fusione con *leverage* che coinvolga società possedute al novanta per cento, in base al disposto letterale dell'art. 2501-*bis*, sesto comma, cod. civ., gli esperti dovranno attestare indistintamente sia la ragionevolezza di quanto indicato dagli amministratori nel progetto di fusione sia, nondimeno, la stima del rapporto di cambio³⁹⁷.

Tuttavia, parte della dottrina disattende tale opinione in quanto, posti in essere gli adempimenti di cui ai commi terzo e quarto dell'art. 2501-*bis* cod. civ. - al fine di eliminare qualsivoglia intento speculativo - non vi è nessuna ragione per derogare alla

³⁹⁵ La *ratio* di tale disposizione risiede nel far sì che siano sempre i soci adeguatamente informati a valutare il piano industriale e le risorse finanziarie predisposte dagli amministratori, considerato il rischio che un L.B.O. può rappresentare per la solidità economica della società. Cfr. in tal senso la massima L.B. 4 degli *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di Atti Societari*.

³⁹⁶ Si veda al riguardo la nota n. 15.

³⁹⁷ Si vedano per un approfondimento dell'inapplicabilità alle fusioni di cui all'art. 2501-*bis* cod. civ. delle disposizioni in tema di fusioni semplificate GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 325 e ss.; MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 172 e ss.; SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, pp. 240 e ss.

disposizione che, a determinate condizioni, consente di non procedere alla stima sulla congruità del rapporto di cambio³⁹⁸.

Va, infine, sottolineato che l'ultimo comma dell'art. 2501-*bis* cod. civ. non contiene alcun richiamo all'art. 2505-*quater* cod. civ. che - come visto in precedenza nel § 4.3. del Capitolo 2 - contiene ulteriori ipotesi di semplificazione del procedimento di fusione. Nonostante il mancato richiamo, dalla lettura in combinato disposto delle norme in esame risulta senz'altro impossibile derogare - al contrario di quanto consentito dall'art. 2505-*quater* cod. civ. - alle disposizioni di cui all'art. 2501-*sexies* cod. civ., avendo, questa relazione, finalità di tutela non solo dei soci ma anche dei terzi.

Per il resto, le altre disposizioni devono ritenersi applicabili anche alla fattispecie di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento³⁹⁹.

6. Trattamento fiscale: cenni generali.

Il principio generale riguardante il trattamento fiscale delle fusioni di società è quello della c.d. neutralità fiscale dell'operazione⁴⁰⁰.

Il principio di neutralità fiscale in tale fattispecie indica, in sintesi, l'irrilevanza dell'operazione di fusione dal punto di vista reddituale⁴⁰¹, la quale, pertanto, costituisce un'operazione fiscalmente neutrale. Questo è il principio cardine che regola la logica tributaria dell'istituto.

La *ratio* del principio di neutralità risiede nella natura giuridica della fusione delle società.

³⁹⁸ Si consultino in tal senso la massima L.B.4 degli *Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di Atti Societari*, che dispone: "nel caso di incorporazione di società posseduta al novanta per cento la relazione di cui all'art. 2501 *sexies* c.c., essendo irrilevante il rapporto di cambio in virtù dell'opzione di acquisto offerta agli altri soci, può attestare esclusivamente quanto richiesto dall'art. 2501 *bis*, comma 4, c.c.."

³⁹⁹ Cfr. sul punto GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 326; MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 174 e ss.

⁴⁰⁰ Questo è sempre stato un principio pacifico per le operazioni di fusione anche nella normativa pre-vigente.

⁴⁰¹ per una definizione della neutralità fiscale dell'operazione di fusione si vedano BERGAMO E., TIBURZI P., *op. cit.*, pp. 373 e ss.; ENNA G., *op. cit.*, pp. 305 e ss.

In armonia con la teoria della natura meramente modificativa⁴⁰² della fusione, in seguito alla realizzazione dell'operazione, la società di nuova costituzione - nella c.d. fusione "propria" - o la società incorporante - nella c.d. "fusione impropria" - subentra in tutti i rapporti giuridici facenti capo, originariamente, alle società partecipanti.

Va, dunque, escluso che l'operazione in argomento comporti una cessione a titolo oneroso dei beni patrimoniali delle società fuse o incorporate, nonché una destinazione differente di tali beni per finalità estranee all'esercizio dell'impresa; pertanto, non può essere considerata rilevante dal punto di vista fiscale.

Riguardo al trattamento fiscale dell'operazione straordinaria in argomento, norma cardine del sistema è l'art. 172 del Testo Unico delle imposte sui redditi (TUIR)⁴⁰³, rubricato "Fusione di società".

Il primo comma della norma citata si apre statuendo che un'operazione di fusione "non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore di avviamento.". Ciò perché la fusione non estingue le società partecipanti, ma, per contro, si ha continuità di tali entità societarie, le quali, per l'appunto, continuano a vivere in una rinnovata veste societaria⁴⁰⁴. Tale operazione si configura, dunque, come neutrale dal punto di vista fiscale, ossia, incapace di generare componenti reddituali.

L'art. 172 TUIR, al secondo comma, pone il principio secondo il quale è irrilevante - ai fini del calcolo del reddito della società risultante di nuova costituzione o incorporante - l'avanzo o il disavanzo da fusione, sia esso conseguente al rapporto di cambio delle azioni o delle quote, ovvero all'annullamento delle stesse.

Inoltre, non costituiranno imponibile, nei confronti della società risultante al termine dell'operazione di fusione - ai sensi del secondo comma dell'art. 172 TUIR - i valori maggiori iscritti in bilancio, derivanti dall'eventuale disavanzo generato dall'annullamento o dal concambio di una partecipazione e riferiti a beni patrimoniali della società incorporata o fusa.

⁴⁰² Per una breve disamina delle teorie sulla natura giuridica dell'istituto della fusione cfr. il § 1 del Capitolo 2.

⁴⁰³ D.P.R. 22 dicembre 1986 n. 917.

⁴⁰⁴ Lo studio dell'art. 172, primo comma, TUIR evidenzia che anche il legislatore tributario aderisce alla teoria meramente modificativa dell'operazione di fusione.

Va, tuttavia, precisato che i beni suddetti dovranno comunque essere valutati fiscalmente, in base all'ultimo valore riconosciuto, relativamente alle imposte sui redditi; a tal fine, la società dovrà compilare, ed allegare alla dichiarazione dei redditi, un prospetto di riconciliazione tra valori contabili e valori fiscali⁴⁰⁵.

Dunque, i primi due commi dell'art. 172 TUIR tipizzano il principio della neutralità fiscale con riguardo alle società partecipanti.

L'art. 172, terzo comma, TUIR fissa lo stesso principio, ma relativamente ai soci delle società partecipanti all'operazione straordinaria in discussione. Il terzo comma in esame statuisce, in questo caso, l'irrilevanza dal punto di vista fiscale del cambio delle partecipazioni detenute nelle società di origine, il quale non rappresenta "[...] né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società incorporata o fusa [...]".

In tal modo, pertanto, la fusione è neutrale fiscalmente sia con riguardo alle società coinvolte, sia relativamente alle posizioni dei singoli soci di tali società.

Tuttavia, è fatta salva l'ipotesi in cui sia stato corrisposto ai soci un conguaglio in denaro; in tal caso - dispone ulteriormente l'art. 172, terzo comma, TUIR - cadrà il regime di neutralità fiscale e dovrà applicarsi l'art. 47, settimo comma, TUIR, la cui rubrica è titolata "Utili da partecipazione". Tale ultima norma dispone la tassazione - come reddito di capitale - delle somme ricevute in esubero rispetto al prezzo pagato per l'acquisto della titolarità delle azioni o quote che siano state successivamente annullate. Precisa, ancora, il comma in esame che, qualora ne ricorrano le condizioni, si farà luogo all'applicazione delle disposizioni di cui all'art. 58 ("Plusvalenze") e della c.d.

⁴⁰⁵ Tale prospetto di riconciliazione è il c.d. Quadro RV. Cfr. sul punto MIELE L., *Fusioni e scissioni nella sezione II*, Il Sole 24 Ore, 07 giugno 2010, consultabile sul sito Internet: <http://www.ilsole24ore.com/art/norme-e-tributi/2010-06-07/fusioni-scissioni-sezione-080800.shtml?uid=AYwm0bwB#continue>.

*participation exemption*⁴⁰⁶ di cui all'art. 87 ("Plusvalenze esenti")⁴⁰⁷ TUIR, tassate, in questo caso, come reddito di impresa.

Dal momento in cui la fusione produce i suoi effetti, la nuova società frutto della fusione, o la incorporante, succede - a norma della disciplina ordinaria disposta dal codice civile - non solo nei rapporti, anche processuali, delle società fuse, ma anche - a norma dell'art. 172, quarto comma, TUIR - negli obblighi e nei diritti di queste, concernenti le imposte sui redditi, ad eccezione, tuttavia, di quanto disposto nei commi quinto e settimo dell'art. 172 TUIR; precisamente:

(i) il quinto comma detta la disciplina delle cc.dd. riserve in sospensione d'imposta; la definizione di riserve in sospensione d'imposta è stata data dalla C.M. 4 dicembre 1995 n. 310/E, secondo la quale "I fondi e le riserve in sospensione d'imposta, quali poste ideali di patrimonio netto, sono quelli per i quali l'imposizione è stata rinviata al momento in cui ne avviene la distribuzione ovvero a quello in cui si verifica uno dei presupposti che determinano il venir meno del regime di sospensione."⁴⁰⁸ Da tale definizione è possibile suddividere tali riserve in due gruppi:

1) riserve in sospensione d'imposta tassabili, qualora non siano ricostituite in bilancio;

⁴⁰⁶ "La *"participation exemption"* (abbreviata in Pex) è il criterio utilizzato nel nostro ordinamento, come in molti altri sistemi fiscali europei, per coordinare la tassazione delle società con quella dei soci, nell'intento di evitare una doppia tassazione della medesima capacità economica.

La necessità di coordinamento non riguarda solo i redditi di periodo, cioè utili per la società e successivamente dividendi per i soci, ma anche plusvalenze e minusvalenze su partecipazioni societarie. Vengono, quindi, parzialmente esclusi dal reddito del percettore i dividendi, per tener conto dell'imposizione fiscale sulle società eroganti. La tassazione è maggiore quando i dividendi sono attribuiti a persone fisiche, imprese individuali e società di persone, per definizione "beneficiari finali" del reddito. Allo stesso modo, le plusvalenze e le minusvalenze realizzate dalle imprese sulle partecipazioni societarie vengono fiscalmente sterilizzate, cioè rese non imponibili, se plusvalenze, o indeducibili, se minusvalenze. Le perdite delle società controllate potranno essere riconosciute solo attraverso il consolidato fiscale.

Nonostante il nome, *l'exemption* non è un'esenzione, ma uno strumento tecnico per coordinare i livelli di tassazione di un unico flusso di capacità economica, obiettivo fino al 2003 raggiunto attraverso il sistema del credito di imposta. (Raffaello Lupi)." <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Diritto/P/Participation-exemption.shtml?uuiid=48727864-58b8-11dd-9534-b5e47a9a4888&DocRulesView=Libero>.

⁴⁰⁷ È possibile beneficiare dell'esenzione fiscale di cui all'art. 87 TUIR se ricorrono le seguenti condizioni: (i) possesso della partecipazione ininterrottamente nei diciotto mesi antecedenti alla cessione (ii) iscrizione della partecipazione, durante tale periodo, le immobilizzazioni finanziarie; (iii) detenzione di tale partecipazione in una società la cui residenza fiscale non si trovi in Stati o territori a regime fiscale privilegiato; (iv) svolgimento di attività di impresa commerciale secondo la definizione contenuta nell'art. 55 TUIR ("Redditi d'impresa").

⁴⁰⁸ Questa definizione è stata successivamente ripresa dalle circolari della Agenzia delle Entrate del 13 maggio 2002 n. 40 e del 15 luglio 2005 n. 33.

2) riserve in sospensione d'imposta tassabili, soltanto nel caso in cui vengano distribuite;

Orbene, quanto alle riserve di cui al n. 1) - iscritte nell'ultimo bilancio delle società partecipanti alla fusione - qualora non siano state prioritariamente ricostituite nel bilancio della società risultante dalla fusione o della incorporante, contribuiscono alla formazione del reddito imponibile di queste ultime.

Per contro, le riserve indicate al n. 2) dovranno essere ricostituite soltanto nel caso in cui “[...] vi sia avanzo di fusione o aumento di capitale per un ammontare superiore al capitale complessivo delle società partecipanti alla fusione al netto delle quote del capitale di ciascuna di esse già possedute dalla stessa o da altre [...]”. Tali riserve concorreranno alla formazione del reddito imponibile della società soltanto qualora siano distribuite ai soci⁴⁰⁹.

(ii) il settimo comma dell'art. 172 TUIR statuisce, in termini generali, il riporto delle perdite registrate dalle singole società partecipanti anteriormente alla fusione (compresa l'incorporante in una fusione c.d. “impropria”) in diminuzione del reddito imponibile della società risultante dalla fusione o incorporante. Tuttavia il comma in esame subordina⁴¹⁰ la riportabilità delle perdite *ante* fusione a determinate condizioni, ossia:

a) che nell'esercizio precedente a quello in cui la società che ha registrato delle perdite fiscali abbia contabilizzato, nel conto economico, “[...] ricavi e proventi dell'attività caratteristica, e un ammontare delle spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi [...] superiore al 40 per cento di quello risultante dalla media degli ultimi due esercizi anteriori.”⁴¹¹

b) che l'importo massimo riportabile, a seguito della fusione, non sia superiore al “[...] rispettivo patrimonio netto quale risulta dall'ultimo bilancio o, se inferiore,

⁴⁰⁹ In questo caso a differenza delle riserve in sospensione d'imposta tassabili qualora non siano ricostituite in bilancio - imponibili soltanto in capo alla società - queste saranno imponibili anche in capo ai soci. Se poi l'avanzo non è utilizzato per la ricostituzione delle riserve in sospensione, questo sarà tassato soltanto in capo ai soci.

⁴¹⁰ Tale limite è stato pensato, dal legislatore tributario, al fine eliminare il fenomeno elusivo del caso di fusione tra società altamente redditizie e società, praticamente non operative, il cui bilancio sia caratterizzato da ingenti perdite, al fine di abbassare notevolmente il reddito imponibile della prima, una volta effettuata la fusione (il c.d. commercio delle “bare fiscali”).

⁴¹¹ Questo è il c.d. test di vitalità o *activity test*. Per una disamina dei cc.dd. indicatori di vitalità cfr. REBECCA G., ZANNI M., *Il riporto delle perdite fiscali nelle operazioni straordinarie d'impresa*, in *Il fisco*, 2010, 17, 1, pp. 2628 e ss.

dalla situazione patrimoniale di cui all'articolo 2501-quater del codice civile [...]”⁴¹²

L'art. 172, sesto comma, TUIR dispone che all'aumento del capitale, all'avanzo da annullamento o da concambio, i quali eccedono le riserve in sospensione d'imposta, come determinate a norma del quinto comma dell'art. 172 TUIR, si applica la disciplina prescritta per il regime fiscale del capitale e delle riserve della società fusa o incorporata che siano diverse da quelle già ricostituite.

Il reddito della società risultante dalla fusione, nel periodo intercorrente tra l'inizio del periodo d'imposta e il momento in cui l'operazione di fusione produce i suoi effetti, deve essere determinato - a norma dell'art. 172, ottavo comma, TUIR - mediante l'applicazione delle disposizioni relative alla tipologia societaria in questione e relativamente a quanto risulta dal conto economico.

Il comma nono dell'art. 172 TUIR prescrive il principio della c.d. retrodatazione fiscale della fusione, per far sì - ai fini delle imposte sui redditi - che gli effetti di un'operazione di fusione “[...] decorrano da una data non anteriore a quella in cui si è chiuso l'ultimo esercizio di ciascuna delle società fuse o incorporate o a quella, se più prossima, in cui si è chiuso l'ultimo esercizio della società incorporante.”

Con riguardo a tale ultima disposizione, va, tuttavia, sottolineato - secondo l'opinione al riguardo espressa dall'Amministrazione Finanziaria - che, nell'ipotesi di fusione che coinvolga sia società di capitali che società di persone, non potrà applicarsi l'istituto giuridico della retrodatazione degli effetti della fusione, in quanto le due tipologie societarie sono soggette a differenti tipologie di imposte, e precisamente: l'Irpef per le società di persone e l'Ires per le società di capitali⁴¹³.

Gli obblighi relativi ai versamenti, infine, sono adempiuti dalle società partecipanti fino al momento in cui l'operazione di fusione produce i suoi effetti *ex art. 2504-bis*,

⁴¹² Questo è il c.d. requisito quantitativo. Precisa, ulteriormente, l'art. 172, comma settimo, TUIR che in tale computo non devono essere calcolati i conferimenti - in denaro e in natura - ed i versamenti effettuati nei ventiquattro mesi precedenti la data della redazione della situazione patrimoniale di cui all'art. 2501-quater cod. civ. Non rientrano, inoltre, in tale computo i contributi erogati - a norma di legge - a favore dello Stato o di enti pubblici.

⁴¹³ Cfr. a tal fine la Risoluzione dell'Agenzia delle Entrate 28 gennaio 2009, n. 22/E secondo la quale: “[...] in ipotesi di fusione cui partecipino società di diverso tipo non potrà trovare applicazione la disposizione recata dal comma 9 del medesimo articolo 172 del Tuir, la quale consente, in sostanza, in caso di retrodatazione, una sorta di consolidamento tra i risultati teoricamente attribuibili alle diverse società partecipanti all'operazione, a condizione - tuttavia - che le stesse società siano soggette alla medesima imposta. [...]”.

secondo comma, cod. civ.; successivamente a tale momento, i suddetti obblighi vengono traslati sulla società risultante dalla fusione o incorporante (art. 172, decimo comma, TUIR).

Per ragioni di completezza si segnala, infine, anche l'art. 37-*bis* D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600 - rubricato "Disposizioni antielusive" - secondo il quale sono inopponibili all'amministrazione finanziaria gli effetti fiscali di determinate operazioni (e tra queste sono, per l'appunto, comprese nel dettato normativo, tra le altre, anche le operazioni di fusione) se siano state poste in essere:

- (i) senza valide ragioni economiche;
- (ii) per aggirare obblighi e divieti prescritti dall'ordinamento tributario;
- (iii) al fine di conseguire vantaggi fiscali altrimenti indebiti.

Tale norma apporta un contributo fondamentale al nostro ordinamento giuridico. L'elusione fiscale in determinate materie, come ad esempio le fusioni, è uno dei profili che l'amministrazione finanziaria ha più volte affrontato.

Sempre più spesso, infatti, i verificatori, chiamati a valutare le ragioni economiche dell'operazione di fusione, hanno prestato particolare attenzione a che l'operazione di fusione, formalmente conforme alla disciplina di cui all'art. 172 TUIR, non sia, in realtà, un mero espediente per trarre vantaggi fiscali indebiti⁴¹⁴.

7. Le fusioni transfrontaliere: analisi alla luce del recepimento della decima direttiva comunitaria ad opera del D.lgs. 30 maggio 2008, n. 108.

Le fusioni transfrontaliere sono fusioni realizzate tra una o più società appartenenti a Stati membri dell'Unione Europea.

La disciplina organica delle fusioni transfrontaliere è stata disposta dalla direttiva 2005/56/CE (la c.d. decima direttiva). Tale direttiva è stata recepita nell'ordinamento

⁴¹⁴ Si segnala che è in corso l'*iter* parlamentare per apportare delle modifiche al testo dell'art. 37-*bis* D.P.R. 29 settembre 1973 n. 600. Per una lettura del progetto di legge si consulti il sito Internet: <http://www.camera.it/126?tab=1&leg=16&idDocumento=2521&sede=&tipo=>. Cfr. inoltre il sito: <http://www.associazionetributaristi.it/files/emendamento%2037-bis.pdf>.

italiano con il D.lgs. 30 maggio 2008, n. 108, con il quale, finalmente, è stata introdotta anche nel nostro ordinamento la disciplina organica delle fusioni transfrontaliere⁴¹⁵.

Il D.lgs. n. 108/2008 si apre - all'art. 1 - con le definizioni correlate alla relativa disciplina e definisce le fusioni transfrontaliere come “[...] l'operazione di cui all'articolo 2501, primo comma, del codice civile, realizzata tra una o più società italiane ed una o più società di altro Stato membro dalla quale risulti una società italiana o di altro Stato membro [...]” (art. 1, lett. d), D.lgs. n. 108/2008).

Queste nuove disposizioni si applicano, alla stregua dell'art. 2 D.lgs. n. 108/2008, alle operazioni di fusione caratterizzate da determinate condizioni, e precisamente:

a) che le società partecipanti siano società di capitali ai sensi della disciplina contenuta nell'ordinamento italiano o in quello di altro Stato membro “[...] la cui sede sociale o amministrazione centrale o centro di attività principale sia stabilito nella Comunità europea.”⁴¹⁶;

b) che partecipino o risultino società di tipo diverso dalle società di capitali, ovvero società di capitali le quali - a differenza della situazione di cui alla lett. a) - non abbiano la sede statutaria, la sede dell'amministrazione centrale, né il centro di attività principale all'interno della Comunità europea.

Va subito evidenziato che, mentre nel caso di cui alla lett. a) la disciplina delle fusioni transfrontaliere si applica integralmente, nella fattispecie di cui alla lett. b), invece, la relativa disciplina subisce delle limitazioni, in particolare:

(i) è necessario che la normativa statale delle singole società partecipanti alla fusione abbia recepito l'applicazione della legislazione sulle fusioni transfrontaliere, di cui alla decima direttiva;

(ii) non trova applicazione l'art. 19 D.lgs. n. 108/2008, rubricato “Partecipazione dei lavoratori”, qualora alla fusione non partecipino società di capitali la cui sede sociale, amministrazione centrale, o centro di attività principale sia nella Comunità europea.

⁴¹⁵ Per una breve analisi della disciplina delle fusioni transfrontaliere antecedentemente al D.lgs. 30 maggio 2008, n. 108 cfr. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 8 e ss.

⁴¹⁶ Si evince, pertanto, da tale prima statuizione normativa che sono escluse, dalla fattispecie in esame, le società di persone. Va ulteriormente precisato, come emerge dai lavori preparatori, che possono essere incluse alle ipotesi in esame - pur in assenza di espressa previsione nella decima direttiva comunitaria - le fusioni tra società di capitali italiane che si concludano con la costituzione di una nuova società in altro Stato membro, e viceversa, le fusioni di società di capitali, disciplinate dalla legislazione vigente in un determinato Stato membro, le quali si fondono in una nuova società di diritto italiano. (Relazione accompagnatoria allo schema di progetto di decreto legislativo attuativo della direttiva comunitaria n. 2005/56/CE).

Va ancora ulteriormente sottolineato che quelle appena elencate sono le condizioni richieste affinché possa procedersi all'attuazione delle fusioni transfrontaliere; tuttavia, la mancanza degli elementi citati all'art. 2, commi primo e secondo, D.lgs. n. 108/2008, non esclude *in toto* l'applicazione di tale disciplina, ma ne consente una parziale applicazione⁴¹⁷.

Dal contesto normativo delle fusioni transfrontaliere di cui al D.lgs. citato, infine, sono del tutto escluse le società di investimento a capitale variabile (SICAV) di cui all'art. 43 TUF (art. 2, quarto comma, D.lgs. n. 108/2008).

Procedendo con l'analisi della fusione transfrontaliera nell'ordinamento italiano, tale operazione è permessa soltanto alle tipologie societarie la cui disciplina applicabile consente di fondersi (art. 3, comma primo, D.lgs. n. 108/2008).

Tuttavia, nel nostro ordinamento, è espressamente esclusa la possibilità di attuare una fusione transfrontaliera per le società cooperative a mutualità prevalente⁴¹⁸ (art. 3, secondo comma, D.lgs. n. 108/2008).

La *ratio* di tale scelta legislativa - come risulta anche dai lavori preparatori - è da rinvenire nell'impossibilità di conciliare la disciplina della fusione transfrontaliera con tale peculiare forma associativa. Il legislatore italiano, infatti, equipara - a causa del cambiamento della normativa applicabile alla società - la realizzazione di una fusione transfrontaliera all'istituto della trasformazione delle società: operazione questa che, in base al disposto dell'art. 2545-*decies* cod. civ., è vietata nel nostro ordinamento per la tipologia societaria in discussione⁴¹⁹.

⁴¹⁷ In tali ipotesi si applicheranno solamente gli art. 3, primo e secondo comma ("Condizioni relative alle fusioni transfrontaliere"), 4 ("Disciplina applicabile"), 5 ("Recesso"), 6 ("Progetto di fusione transfrontaliera"), 7 ("Pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale"), 8 ("Relazione dell'organo amministrativo"), 9 ("Relazione degli esperti") e 18 ("Formalità semplificate") D.lgs n. 108/2008. Le singole disposizioni saranno analizzate nel dettaglio proseguendo con lo studio delle fusioni transfrontaliere.

⁴¹⁸ La cui definizione e la relativa disciplina è dettata dal codice civile all'art. 2512 secondo il quale: "Sono società cooperative a mutualità prevalente, in ragione del tipo di scambio mutualistico, quelle che: 1) svolgono la loro attività prevalentemente in favore dei soci, consumatori o utenti di beni o servizi; 2) si avvalgono prevalentemente, nello svolgimento della loro attività, delle prestazioni lavorative dei soci; 3) si avvalgono prevalentemente, nello svolgimento della loro attività, degli apporti di beni o servizi da parte dei soci. Le società cooperative a mutualità prevalente si iscrivono in un apposito albo, presso il quale depositano annualmente i propri bilanci."

⁴¹⁹ L'art. 3, ultimo comma, D.lgs. n. 108/2008 dichiara che la fusione transfrontaliera effettuata in conformità alla normativa dettata dal D.lgs, in argomento soddisfa quanto disposto dall'art. 25, ultimo comma, legge di diritto internazionale privato (l. 31 maggio 1995, n. 218).

Analizzando l'*iter* procedurale mediante il quale si realizza una fusione transfrontaliera, va subito sottolineato che, a ciascuna delle società partecipanti ad una fusione transfrontaliera, si applica la relativa normativa disposta dallo Stato di appartenenza⁴²⁰ e, pertanto, per quanto concerne il nostro ordinamento, si applicherà la disciplina ordinaria delle fusione⁴²¹ (art. 4, primo comma, D.lgs. n. 108/2008).

L'art. 4 D.lgs. n. 108/2008, dopo tale regola di carattere generale, statuisce nei commi successivi, ulteriori disposizioni al fine di dirimere eventuali contrasti tra le norme applicabili e di regolare eventuali casi particolari, con esattezza:

- nel caso di conflitto tra norme applicabili rispettivamente a ciascuna delle società partecipanti, prevalgono le disposizioni statuite per la società risultante dalla fusione⁴²²;

- non trova applicazione la disciplina della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, di cui all'art. 2501-*bis* cod. civ., qualora la società da acquisire non sia italiana⁴²³;

- sono in ogni caso fatte salve le disposizioni di cui agli art. 2112 cod. civ. ("Mantenimento dei diritti dei lavoratori in caso di trasferimento d'azienda.") e 47 della legge 29 dicembre 1990, n. 428 ("trasferimenti di azienda."), nonché la normativa dettata dal TUB⁴²⁴, dal TUF⁴²⁵, dal codice delle assicurazioni private⁴²⁶, dalla legge *antitrust*⁴²⁷, e dalla legge 30 luglio 1994, n. 474.

- sono, ancora, fatte salve le disposizioni di cui al "[...] regolamento (CE) n. 2157/2001 [...] in materia di costituzione di una società europea per fusione e [...] al

⁴²⁰ Ciò in armonia con quanto disposto dall'art. 4 lett. b) della decima direttiva, che, per l'appunto, dispone al riguardo: "[...] b) una società che partecipa ad una fusione transfrontaliera rispetta le disposizioni e le formalità della legislazione nazionale cui è soggetta. [...]".

⁴²¹ Titolo V, capo X, sezione II del libro V del codice civile.

⁴²² Fermo in ogni caso il disposto dell'art. 11 D.lgs. 108/2008 rubricato "Certificato preliminare alla fusione transfrontaliera" che approfondiremo più avanti.

⁴²³ Per approfondire la tematica delle operazioni di *leveraged buy out* nell'ambito della fusione transfrontaliera, cfr. MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 21 e ss.; Massime elaborate dalla commissione società del consiglio notarile di Milano (massima n. 111).

⁴²⁴ D.lgs. 1 settembre 1993, n. 385.

⁴²⁵ D.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58.

⁴²⁶ D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209.

⁴²⁷ Legge 10 ottobre 1990, n. 287.

regolamento (CE) n. 1435/2003 [...] in materia di costituzione di una società cooperativa europea per fusione.”.

Il D.lgs. n. 108/2008 pone, inoltre, delle disposizioni che integrano la disciplina nazionale.

L'art. 5, al riguardo, detta la disciplina del recesso, statuendo che il socio dissenziente ha diritto di recedere dalla società italiana, partecipante ad una fusione transfrontaliera, nell'ipotesi in cui, la società risultante dalla fusione transfrontaliera sia una società di altro Stato membro. Precisa inoltre la norma che, per l'esercizio di tale diritto - nonché per il calcolo della valore della partecipazione del socio recedente - si applica la normativa dettata dal codice civile relativamente alla tipologia societaria di riferimento⁴²⁸.

7.1. (Segue): il procedimento di fusione transfrontaliera.

La fusione transfrontaliera - analogamente alle fusioni di società nell'ordinamento italiano - è una fattispecie a formazione progressiva che si realizza mediante un articolato *iter* procedimentale.

L'art. 6 D.lgs. n. 108/2008 detta il contenuto del progetto di fusione transfrontaliera che, rispetto al progetto di fusione “ordinario” *ex art. 2501-ter* cod. civ., si caratterizza per essere più ricco di informazioni. Esso, infatti, oltre alle informazioni disposte per quello ordinario, deve ulteriormente indicare: “[...]”

a) la forma, la denominazione e la sede statutaria della società risultante dalla fusione transfrontaliera oltre che la legge regolatrice di questa e di ciascuna delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera;

b) ogni modalità particolare relativa al diritto di partecipazione agli utili;

c) i vantaggi eventualmente proposti a favore degli esperti che esaminano il progetto di fusione transfrontaliera e dei membri degli organi di controllo delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera;

⁴²⁸ Sono in ogni caso fatte salve le altre ipotesi di recesso previste dalla legge o dallo statuto.

- d) qualora ricorrano i presupposti di cui all'articolo 19, comma 1 ^[429], le informazioni sulle procedure di coinvolgimento dei lavoratori nella definizione dei loro diritti di partecipazione nella società risultante dalla fusione transfrontaliera;
- e) le probabili ripercussioni della fusione transfrontaliera sull'occupazione; le informazioni sulla valutazione degli elementi patrimoniali attivi e passivi che sono trasferiti
- f) alla società risultante dalla fusione transfrontaliera;
- g) la data cui si riferisce la situazione patrimoniale o il bilancio di ciascuna delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera utilizzati per definire le condizioni della fusione transfrontaliera;
- h) se del caso, le ulteriori informazioni la cui inclusione nel progetto comune è prevista dalla legge applicabile alle società partecipanti alla fusione transfrontaliera;
- i) la data di efficacia della fusione transfrontaliera o i criteri per la sua determinazione.⁴³⁰

Il progetto di fusione transfrontaliera - ai sensi di quanto disposto dall'art. 2501-ter, commi terzo e quarto, cod. civ. - dovrà essere depositato presso il registro delle imprese, ovvero pubblicato sul sito Internet della società e dovranno decorrere almeno trenta giorni tra la data di iscrizione del progetto e la data stabilita per la decisione di fusione; inoltre, nello stesso intervallo di tempo, il D.lgs. n. 108/2008 dispone, per garantirne adeguata pubblicità, che dovranno essere pubblicate nella Gazzetta Ufficiale della Repubblica Italiana determinate informazioni per ciascuna delle società partecipanti all'operazione⁴³¹ (art. 7, D.lgs. n. 108/2008).

⁴²⁹ Il D.lgs. n. 108/2008 dispone all'art. 19 la disciplina per tutela dei lavoratori. Per un approfondimento cfr. l'articolo citato e MAGLIULO F., *op. cit.*, pp. 46 e ss.

⁴³⁰ Come nella disciplina ordinaria il conguaglio in denaro, di cui al n. 3 dell'art. 2501-ter cod. civ., non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate, o in mancanza di questo, non potrà essere superiore alla loro parità contabile. Infine, aggiunge il secondo comma dell'art. 6 D.lgs. n. 108/2008, che tale conguaglio in denaro potrà essere superiore alla misura del dieci per cento se consentito dalla "[...] legge applicabile ad almeno una delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera ovvero [dal]la legge applicabile alla società risultante dalla fusione transfrontaliera [...]".

⁴³¹ Ai sensi dell'art. 7 del D.lgs. n. 108/2008 dovranno essere pubblicate in G.U.: "[...]

- a) tipo, denominazione, sede statutaria e legge regolatrice;
- b) il registro delle imprese nel quale è iscritta la società e il relativo numero di iscrizione;
- c) in relazione all'operazione di fusione transfrontaliera, le modalità d'esercizio dei propri diritti da parte dei creditori e dei soci di minoranza, nonché le modalità con le quali si possono ottenere gratuitamente dalla società medesima tali informazioni."

Si noti bene che la norma non distingue tra società italiane e società appartenenti ad altro Stato membro; pertanto, tale adempimento pubblicitario dovrà essere adempiuto anche da società non italiane.

Il procedimento di fusione transfrontaliera prosegue, ai sensi degli artt. 8 e 9 D.lgs. n. 108/2008, rispettivamente, con le relazioni dell'organo amministrativo e degli esperti.

Ai sensi dell'art. 8, primo comma, D.lgs. n. 108/2008, il contenuto della relazione degli amministratori, di cui all'art. 2501-*quinquies* cod. civ., deve ulteriormente indicare le conseguenze che l'operazione di fusione transfrontaliera produrrà nella sfera dei soci, dei creditori e dei lavoratori⁴³².

Questa relazione deve essere inviata ai rappresentanti dei lavoratori o, in mancanza di questi, deve essere posta a disposizione dei lavoratori almeno trenta giorni prima della data fissata per l'assemblea che dovrà deliberare sulla decisione di fusione⁴³³ (art. 8, secondo comma, D.lgs. n. 108/2008).

La relazione degli esperti è regolata dal successivo art. 9 D.lgs. n. 108/2008, il quale statuisce -mediante il richiamo esplicito all'art. 2409-*bis* cod. civ. - che la relazione in argomento deve essere redatta da uno o più revisori legali dei conti o società di revisione legale che siano iscritti nell'apposito registro⁴³⁴.

Il secondo comma dell'art. 9 D.lgs. n. 108/2008 dispone inoltre che, qualora la società risultante dalla fusione rivesta la tipologia di società per azioni (s.p.a.) o in accomandita per azioni (s.a.p.a.), ovvero, qualora si tratti di una tipologia societaria equivalente di altro Stato membro, gli esperti chiamati a redigere la relazione dovranno essere nominati dal tribunale ove società italiana partecipante all'operazione ha la sede legale.

Inoltre, su richiesta congiunta delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera, la relazione degli esperti potrà essere redatta, per tutte, da una autorità amministrativa o giudiziaria, ai sensi di quanto disposto dalla legge applicabile ad una delle società

⁴³² Secondo quanto disposto dalle Massime elaborate dalla commissione società del consiglio notarile di Milano (massima n. 113): “[...] la relazione dell'organo amministrativo al progetto di fusione assolve ad un fondamentale compito informativo nell'interesse generale, poiché deve illustrare - oltre a quanto già previsto dall'art. 2501-*quinquies* c.c. per le fusioni domestiche - le conseguenze della fusione transfrontaliera per i soci, i creditori e i lavoratori. Per tale ragione non sembra che si possa ammettere una rinuncia da parte degli interessati a tale relazione: tant'è che il legislatore comunitario e nazionale, mentre dichiara espressamente l'ammissibilità di una rinuncia con il consenso unanime dei soci alla relazione degli esperti (v. art. 8, § 4, Decima Direttiva, e art. 9, § 4, d. lgs. 108/2008), tace su di una analoga possibilità in ordine alla relazione dell'organo gestorio.”

⁴³³ Fatto salvo, comunque, il disposto di cui all'art. 47 l. 29 dicembre 1990, n. 428. Inoltre dispone ancora il terzo comma dell'articolo in esame che alla relazione degli amministratori sarà allegato - se ricevuto in tempo utile - il parere espresso al riguardo dai rappresentanti dei lavoratori.

⁴³⁴ Precisa il comma in argomento che nel caso in cui alla fusione transfrontaliera partecipi una società per azioni (s.p.a.) italiana le cui azioni siano negoziate nei mercati regolamentati la scelta dell'esperto si circoscrive alle sole società di revisione legale.

partecipanti o alla società risultante dalla fusione stessa e sarà integrata, eventualmente, con le ulteriori informazioni richieste dalla normativa di riferimento⁴³⁵ (art. 9, terzo comma, D.lgs. n. 108/2008).

Poste in essere queste fasi dell'articolato *iter* procedurale, si addivene alla decisione di fusione transfrontaliera.

Innanzitutto, al primo comma dell'art. 10 D.lgs. n. 108/2008, è stabilito che la decisione in esame possa essere subordinata ad una successiva deliberazione assembleare riguardo le modalità di partecipazione dei lavoratori nella società frutto della fusione.

Specifica ulteriormente la disposizione in esame che, se uno Stato membro prevede una peculiare “[...] procedura di controllo e modifica del rapporto di cambio o di compensazione dei soci di minoranza senza che ciò impedisca l'iscrizione della fusione transfrontaliera nel registro delle imprese [...]”, i soci possono - mediante apposita delibera - consentire ai soci della società partecipante, appartenente a tale Stato, l'utilizzo della stessa (secondo comma).

Va ancora precisato che, mediante la decisione di fusione, possono essere apportate delle modifiche al progetto di fusione purché, tuttavia, queste non incidano sui diritti dei soci o dei terzi⁴³⁶, e siano deliberate anche dalle assemblee di ciascuna delle società partecipanti.

Del tutto nuovo, rispetto agli *step* procedurali previsti per la fusione nazionale, è il requisito - previsto dall'art. 11 D.lgs. n. 108/2008 - del c.d. certificato preliminare alla

⁴³⁵ Nel caso dell'Italia, statuisce espressamente il terzo comma dell'art. 9 D.lgs. 108/2008 che la competenza è del tribunale in cui ha sede la relativa società partecipante all'operazione; inoltre si applica il disposto di cui al secondo comma della norma in esame.

⁴³⁶ La norma di cui si discute contiene, infatti, al terzo comma un richiamo esplicito all'art. 2502, secondo comma, cod. civ.

fusione transfrontaliera. Si tratta di un documento rilasciato dal notaio su richiesta della società italiana partecipante alla fusione⁴³⁷.

Tale certificato, insieme al progetto di fusione transfrontaliera dovrà poi - entro sei mesi dal rilascio - essere trasmesso alla autorità cui spetti la competenza per il controllo di legittimità dell'operazione *ex art. 13 D.lgs. n. 108/2008* (art. 11, terzo comma, D.lgs. 108/2008).

L'atto di fusione deve rivestire la forma dell'atto pubblico e, qualora la società risultante dalla fusione sia italiana, questo sarà redatto dal notaio - successivamente al controllo di legittimità di cui all'art. 13, primo comma, D.lgs. n. 108/2008⁴³⁸ - ai sensi delle disposizioni di cui all'art. 2504 cod. civ. Per contro, nel caso in cui la società frutto dell'operazione transfrontaliera sia straniera, l'atto pubblico sarà redatto dalla corrispondente autorità secondo la disciplina dettata al riguardo dallo Stato in questione⁴³⁹, ovvero, nel caso in cui la disciplina di riferimento non richieda tale peculiare forma, questo sarà redatto dal notaio. (art. 12 D.lgs. n. 108/2008).

Entro trenta giorni, tale atto - assieme alla attestazione del notaio sulla legittimità dell'operazione e ai certificati preliminari alla fusione transfrontaliera - dovrà essere depositato per l'iscrizione presso il registro delle imprese del luogo in cui le società

⁴³⁷ Tale certificato deve indicare: “[...]”

- a) l'iscrizione presso il registro delle imprese della delibera di fusione transfrontaliera;
- b) l'inutile decorso del termine per l'opposizione dei creditori di cui all'articolo 2503 del codice civile ovvero l'integrazione dei presupposti che a norma del medesimo articolo consentono l'attuazione della fusione prima del decorso del suddetto termine, ovvero, in caso di opposizione dei creditori, che il tribunale abbia provveduto ai sensi dell'articolo 2445, quarto comma, del codice civile;
- c) qualora l'assemblea abbia subordinato, ai sensi dell'articolo 10, comma 1, 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;
- d) se del caso, che l'assemblea ha deliberato ai sensi dell'articolo 10, comma 2;
- e) l'inesistenza di circostanze ostative all'attuazione della fusione transfrontaliera relative alla società richiedente.”

Solo la società italiana può richiedere la redazione di tale documento al notaio; le società straniere dovranno designare - ai sensi di quanto prescritto dall'art. 10 della decima direttiva - un analogo organo competente per il rilascio di tale documento. Per un approfondimento di tale dettato normativo con riguardo a fusioni transfrontaliere tra società italiane e società straniere i cui ordinamenti non hanno ancora recepito la decima direttiva, cfr. Massime elaborate dalla commissione società del consiglio notarile di Milano (massima n. 112).

⁴³⁸ Il notaio, nell'ipotesi in cui la società risultante dall'operazione sia italiana, pone in essere il controllo della legittimità dell'operazione di fusione mediante l'accertamento delle condizioni indicate nel primo comma dell'art. 13 D.lgs. n. 108/2008 e ne rilascia apposita attestazione. Il controllo di legittimità sarà, per contro, espletato dalla apposita autorità competente nel caso in cui la società risultante dalla fusione sia straniera (art. 13 D.lgs. n. 108/2008).

⁴³⁹ In questa ipotesi l'atto di fusione deve essere depositato presso il notaio affinché quest'ultimo ottemperi agli adempimenti pubblicitari presso il registro delle imprese (art. 12, terzo comma, D.lgs. n. 108/2008).

italiane partecipanti, o risultante dalla fusione, hanno la sede sociale⁴⁴⁰; nel caso in cui la società frutto della fusione sia, invece, straniera successivamente agli adempimenti di cui all'art. 13, secondo comma, D.lgs. n. 108/2008, l'atto di fusione sarà sempre depositato presso il registro delle imprese (art. 14, D.lgs. n. 108/2008).

Da tale deposito, se la società frutto dell'operazione è italiana, la fusione inizia a gli produrre effetti⁴⁴¹ di cui all'art. 2504-*bis*, primo comma, cod. civ.⁴⁴². In caso contrario, le tempistiche per la produzione di effetti saranno quelle disposte dalla legislazione dello Stato membro di riferimento (art. 15 D.lgs. n. 108/2008).

Dopo che la fusione transfrontaliera è diventata efficace, non può più esserne dichiarata l'invalidità, salvo in ogni caso il diritto al risarcimento del pregiudizio subito dai soci o dai terzi a causa della fusione medesima (art. 17 D.lgs. n. 108/2008)⁴⁴³.

Infine, il D.lgs. in esame, all'art. 18, detta la disciplina delle fusioni transfrontaliere c.d. semplificate. Esso dispone che - fatto salvo il dettato dell'art. 2505 cod. civ. - quando una fusione transfrontaliera è posta in essere da una società che possiede tutte le partecipazioni dell'incorporata che conferiscono diritto di voto nella relativa assemblea, non trova applicazione l'art. 6, lett. b) D.lgs. n. 108/2008; inoltre, nel caso in cui l'incorporata sia la società italiana, i soci di questa non dovranno procedere all'approvazione del progetto di fusione.

Nel caso di fusione per incorporazione di società posseduta al novanta per cento e la società incorporata sia italiana, qualora sia stato permesso ai soci di minoranza di far acquistare le loro partecipazioni *ex art. 2505-bis*, primo comma, cod. civ., non sarà necessaria la relazione degli esperti.

⁴⁴⁰ Tale ultimo deposito non può precedere quelli delle singole società italiane partecipanti.

⁴⁴¹ Anche in questa tipologia di operazione gli effetti della fusione per incorporazione possono essere postdatati.

⁴⁴² Inoltre l'art. 16 D.lgs. n. 108/2008 prescrive che la società italiana frutto dell'operazione dovrà porre in essere gli ulteriori adempimenti “[...] particolari eventualmente prescritte dalla legislazione applicabile alla società di altro Stato membro partecipante alla fusione transfrontaliera per l'opponibilità a terzi del trasferimento di determinati beni, diritti e obbligazioni inclusi nel patrimonio di tale società.”.

⁴⁴³ Si tratta, in sostanza, dello stesso principio statuito dall'art. 2504-*quater* cod. civ.

Capitolo 3. Considerazioni comparatistiche.

1. Le diverse tipologie di fusione: analogie e differenze delle relative discipline.

L'istituto giuridico della fusione societaria - sia negli Stati Uniti che in Italia - è caratterizzato per la previsione di differenti tipologie di fusione, le quali si realizzano al termine di un (più o meno) articolato *iter* procedimentale.

In entrambi gli ordinamenti giuridici, queste operazioni societarie sono utilizzate per integrare due o più società distinte in una sola, mediante la possibilità di optare tra due diverse forme, e precisamente:

- (i) le società partecipanti all'operazione si fondono, incorporandosi tutte in una sola di queste; nell'ordinamento statunitense questa tipologia di fusione prende il nome di *long-form merger*; in Italia è detta fusione per incorporazione, o "impropria";
- (ii) le società partecipanti si fondono in una nuova entità societaria costituita *ad hoc* per la realizzazione dell'operazione; questa tipologia è detta *consolidation* negli U.S.A. e fusione "propria" nell'ordinamento italiano.

Entrambi gli ordinamenti, pertanto, riconoscono e tipizzano, nelle rispettive legislazioni⁴⁴⁴, queste due tipologie di fusione.

Va sottolineato, inoltre, che sono rispettivamente previste sia ipotesi di fusione tra la stessa tipologia societaria, sia fusioni che coinvolgono, invece, tipi di società differenti; ma, mentre la normativa italiana, contenuta prevalentemente nel codice civile, è applicabile indistintamente tanto alle c.d. fusioni omogenee, quanto alle c.d. fusioni eterogenee - con il limite, in tale ultimo caso, delle peculiari disposizioni dettate dal codice civile per la trasformazione⁴⁴⁵ - la legislazione dello Stato del *Delaware*, presa in

⁴⁴⁴ Le due diverse forme di fusioni di cui si discute sono contemplate - come accennato nei Capitoli precedenti - nel § 251 DGCL ("*Merger or consolidation of domestic corporations.*") e nell'art. 2501 cod. civ. ("Forme di fusione.").

⁴⁴⁵ Si tratta, con precisione, come accennato precedentemente, delle disposizioni di cui agli artt. 2500-*septies* ("Trasformazione eterogenea di società di capitali.") e 2500-*octies* ("Trasformazione eterogenea in società di capitali.") cod. civ.

esame come normativa modello, disciplina, invece, singolarmente, in apposite *sections* della *Delaware General Corporation Law* (DGCL) le *merger* o *consolidation* tra:

- a) le *corporations* e le *joint-stock associations* (§ 254 DGCL);
- b) le *corporations* le cui partecipazioni non siano rappresentate da azioni (§ 255 DGCL);
- c) le *corporations* con e senza capitale azionario (§ 257 DGCL).

In tutti e due gli Stati, comunque, la disciplina ordinaria va integrata con la legislazione speciale dettata per particolari ipotesi di fusione (ad esempio, le fusioni tra società bancarie o quotate in mercati regolamentati e con le disposizioni della normativa *antitrust*).

2. Profili comparatistici del procedimento di fusione negli Stati Uniti e in Italia.

Sebbene tra i due ordinamenti, oggetto di studio, vi sia un nucleo comune, maggiori differenze si riscontrano nella disciplina della fusione di società, con riguardo ai rispettivi procedimenti ordinari.

Il primo *step* procedimentale, comune ad entrambe le discipline, è la redazione di un documento - il c.d. *merger agreement* per gli Stati Uniti e il progetto di fusione per l'Italia - ad opera degli amministratori delle singole società partecipanti all'operazione⁴⁴⁶.

Tali documenti dovranno contenere - secondo quanto stabilito dalla relativa disciplina di riferimento - le indicazioni generali circa l'operazione da compiere e, una volta redatti, dovranno essere depositati presso i competenti uffici abilitati a riceverli e dar loro pubblicità⁴⁴⁷.

⁴⁴⁶ Queste funzioni, sia negli Stati Uniti che in Italia, non possono essere delegate dagli amministratori.

⁴⁴⁷ In Italia l'ufficio competente a ricevere il deposito per l'iscrizione è il pubblico registro delle imprese, mediante il quale si conferisce pubblicità legale agli atti ivi iscritti. Il *Secretary of State* statunitense - precisamente quello dello Stato del *Delaware* nella nostra analisi - è sempre un registro pubblico, ma il deposito presso lo stesso non ha la medesima valenza pubblicitaria - comune un po' in tutta la tradizione di *civil law* - del corrispondente registro italiano.

Terminata questa fase procedimentale, sono previsti, nell'ordinamento italiano, ulteriori adempimenti documentali anteriori alla delibera di approvazione assembleare, mancanti, invece, nel procedimento di *merger* o *consolidation* dello Stato del *Delaware*.

Mi riferisco, in particolare, alla situazione patrimoniale (art. 2501-*quater* cod. civ.), alla relazione degli amministratori (art. 2501-*quinquies* cod. civ.) e alla relazione degli esperti (art. 2501-*sexies* cod. civ.). Il nostro ordinamento impone tali adempimenti preliminari alla decisione di fusione allo scopo di fornire massima informazione agli azionisti ed al ceto creditorio, e per consentire proprio a quest'ultimo ogni opportuna valutazione in ordine all'eventuale opposizione dei creditori di cui all'art. 2503 cod. civ.

Nessuna azione particolare è invece predisposta a tutela del ceto creditorio nell'ordinamento statunitense; al riguardo, infatti, il § 259 DGCL lett. (a), dispone solamente che le condizioni dei debiti contratti dalle *constituent corporations* rimangono tali anche dopo l'attuazione della fusione, e che la responsabilità per l'adempimento di questi è trasferita alla società *surviving* o *resulting*. Il creditore che, in seguito alla fusione, volesse esperire un'azione a tutela dei propri interessi dovrà agire direttamente nei confronti della società frutto della *merger* o della *consolidation*.

Successivo *step* del procedimento di fusione consiste nel sottoporre all'assemblea, rispettivamente, l'*agreement of merger* o il progetto di fusione per ottenere l'approvazione dell'operazione.

In questa fase i due procedimenti presentano notevoli analogie: in entrambe, infatti, i soci dovranno approvare - con le rispettive maggioranze richieste dalla normativa di riferimento - i termini e le condizioni della fusione risultanti dai documenti redatti dagli amministratori⁴⁴⁸.

Nel caso delle fusioni statunitensi, il *secretary* della società dovrà certificare sull'*agreement of merger* che il progetto di fusione è stato approvato. Tale documento sarà poi depositato presso il *Secretary of State* del *Delaware*; in alternativa potrà essere redatto e depositato un c.d. *certificate of merger* nel quale siano contenute le informazioni generali dell'operazione posta in essere dalle *constituent corporations*.

⁴⁴⁸ Si ricordi ancora che gli azionisti di una società, in Italia, avranno una panoramica dell'operazione più completa, rispetto agli *shareholders* statunitensi, grazie agli ulteriori documenti richiesti dal codice civile agli art. 2501-*quater* e ss.

È proprio qui che si riscontra la maggiore differenza fra i due *iter* procedurali oggetto di studio.

Quello appena descritto è infatti l'ultimo adempimento del procedimento di *merger* o *consolidation* prescritto nel *Delaware*; effettuato il deposito *ex* § 103 DGCL, l'operazione diverrà produttiva di effetti.

Nell'ordinamento italiano, invece, dopo la delibera assembleare di approvazione del progetto, la fusione non sarà ancora efficace, poiché alla delibera dovrà seguire la redazione dell'atto di fusione e il successivo deposito, a cura del notaio rogante⁴⁴⁹; solo dopo tale adempimento la fusione inizierà a produrre effetti.

Estranee alla normativa societaria italiana sono, inoltre, le disposizioni dello Stato del *Delaware* che consentono, su decisione dei soli amministratori, di risolvere (c.d. *termination* o *abandonment*) o semplicemente modificare l'*agreement of merger*⁴⁵⁰, nonostante l'approvazione già espressa dai soci in assemblea in ciascuna delle società partecipanti all'operazione. Tale facoltà, per contro, non è riconosciuta all'organo amministrativo nell'ordinamento italiano⁴⁵¹; ciò evidenzia il potere notevolmente maggiore affidato agli amministratori delle società statunitensi e, per converso, il ridotto potere decisionale dei soci. La ragione di tali scelte del legislatore del *Delaware*, rispetto alla *ratio* della disciplina nazionale, è da ravvisarsi nel privilegio accordato alla celerità delle scelte societarie - e ad un loro eventuale cambio di direzione - piuttosto che al volere dei soci espresso in assemblea.

Quanto agli effetti della fusione sulla vita societaria, negli Stati Uniti le società si estingueranno e tutti i beni patrimoniali e le responsabilità si trasferiranno alla società *surviving* o *resulting*. I rapporti processuali, ai sensi della *section* 261 DGCL, proseguiranno nei confronti delle società partecipanti alla fusione come se questa non fosse stata posta in essere. La società *surviving* o *resulting* può essere sostituita a quella che, in origine, era parte processuale.

⁴⁴⁹ Con le forme e le peculiarità stabiliti dall'art. 2504 cod. civ.

⁴⁵⁰ In questo ultimo caso con l'osservanza di determinati limiti stabiliti dal § 251, lett. d) DGCL.

⁴⁵¹ Nel nostro ordinamento il potere di modifica è attribuito ai soci riuniti in assemblea. A tal fine il secondo comma dell'art. 2502 cod. civ. consente all'assemblea di apportare alcune modifiche al progetto di fusione, ma entro limiti molto più circoscritti rispetto alla disciplina del *Delaware*. Cfr. a tal riguardo il § 2.2. del Capitolo 2.

Sensibilmente diversi sono, invece, gli effetti di tale operazione nell'ordinamento italiano.

Innanzitutto la fusione non comporta l'estinzione delle società partecipanti ma solamente una mera modifica statutaria⁴⁵²; ciò consente alle stesse - ai sensi dell'art. 2504-*bis* cod. civ. - di continuare ad operare nella rinnovata veste societaria e di assumere tutti i diritti e gli obblighi che, antecedentemente alla fusione, facevano capo alle singole società partecipanti all'operazione. La norma citata dispone altresì - a differenza di quanto visto per le *merger* o le *consolidation* - che tutti i rapporti, compresi quelli processuali, faranno capo alla società frutto dell'operazione di fusione.

Dalla comparazione dei procedimenti di fusione statunitense ed italiano, emerge una maggiore agilità e celerità del procedimento di fusione disciplinato nel *Delaware* rispetto a quello regolamentato dal codice civile, a causa soprattutto dei minori adempimenti preliminari alle fusioni, che rallentano notevolmente il susseguirsi delle relative fasi, e della mancanza dell'atto di fusione, tipico della tradizione di italiana.

Per il resto, la disciplina in argomento si presenta abbastanza simile, con alcuni passaggi procedurali coincidenti e il coinvolgimento sia dell'organo gestorio della società che dell'organo cui è attribuito il potere decisionale.

Va sottolineato, infine, che un'ulteriore differenza tra la disciplina della fusione negli Stati Uniti e in Italia concerne il maggiore potere attribuito al *board of directors* negli *States*, rispetto alla maggiore attenzione dimostrata, nel nostro Paese, verso gli azionisti e i creditori della società.

La particolare attenzione della normativa statunitense alla celerità delle operazioni in argomento emerge anche dalla lettura della manualistica in materia in quanto molto più attenta ed orientata agli aspetti economici e di finanza aziendale piuttosto che alla descrizione nel dettaglio del procedimento di fusione dal punto di vista giuridico. La dottrina italiana, per contro, presta particolare attenzione alle singole fasi procedurali, per la realizzazione di una fusione, offrendo a ciascun singolo *step* un ampio approfondimento.

⁴⁵² Anche se - come abbiamo visto - si tratta di una particolare modifica dello statuto.

2.1. (Segue): rimedi posti a tutela del socio dissenziente: l'*appraisal right* statunitense e il diritto di recesso nell'ordinamento italiano.

Nell'ipotesi in cui vi siano dei soci contrari all'operazione di fusione, gli ordinamenti oggetto di studio prevedono entrambi dei rimedi posti a loro tutela.

L'*appraisal right* statunitense (§ 262 DGCL) è disposto a tutela del socio che si opponga ad una operazione che incide sulla struttura della società⁴⁵³. Il socio, mediante l'esercizio di tale diritto, potrà chiedere una determinazione giudiziale del valore della propria partecipazione che andrà individuata in base al c.d. *fair value* (o *fair market value*).

Le Corti statunitensi - in particolare quelle del *Delaware* che anche in tal caso rivestono un ruolo di primo piano - hanno elaborato dei metodi di calcolo al fine di determinare la migliore valutazione possibile della partecipazione dell'azionista dissenziente⁴⁵⁴.

L'ordinamento giuridico italiano, per tutelare il socio che si oppone alla fusione o che non si sia espresso affatto sull'operazione in argomento, richiama la disciplina generale del diritto di recesso.

Entrambi gli ordinamenti, pertanto, pongono attenzione alla partecipazione del socio che si oppone ad una operazione che sia potenzialmente in grado di stravolgere la struttura societaria originaria, garantendo a quest'ultimo un diritto di *exit*.

Si noti che, mentre negli U.S.A. il procedimento di *appraisal* è identico per le *corporations* coinvolte nella fusione, in Italia, invece, tale disciplina si diversificherà in relazione al tipo di società partecipante alla fusione.

Infine, mentre la legislazione dettata dalla *section 262 DGCL*, nonché quella di cui al MBCA, disciplinano in dettaglio sia le modalità di esercizio di tale diritto che l'*iter* procedurale da seguire⁴⁵⁵, per contro, la normativa italiana di riferimento si presenta

⁴⁵³ Solitamente - come accennato in precedenza - il tipo di operazione che rientra nella sfera dell'*appraisal right* varia di Stato in Stato. Nel *Delaware* soltanto le *merger* e le *consolidation* rientrano tra le operazioni oggetto di tutela.

⁴⁵⁴ I metodi creati dalle corti del *Delaware* hanno subito delle modifiche nel corso degli anni. Attualmente il metodo maggiormente utilizzato è il c.d. *discounted cash flow valuation method* (DCF method).

⁴⁵⁵ Ad eccezione del metodo di calcolo del *fair market value* della partecipazione che - come accennato sopra - è frutto di creazione ed evoluzione giurisprudenziale.

lacunosa in relazione ai termini e alle modalità di esercizio del diritto di recesso - come precisato al § 2.2. del Capitolo 2 - bisogna colmare tale lacuna in via interpretativa.

3. Fusioni semplificate a confronto.

Entrambi gli ordinamenti oggetto di studio predispongono delle particolari tipologie di fusione che si discostano in parte dalla fusione ordinaria e consentono, a determinate condizioni, di realizzare una fusione attraverso un procedimento meno articolato.

Negli Stati Uniti il *Delaware Code* disciplina diversi casi di fusioni “semplificate”.

Alla lett. (f) della *section 251 DGCL*, riguardante le fusione tra *corporations* dello Stato del *Delaware*, è disposto che, qualora l’atto costitutivo della società che al termine dell’operazione sarà la società superstite non richieda espressamente una votazione per l’approvazione di una fusione e ricorrano determinate condizioni puntualmente individuate dalla norma⁴⁵⁶, in tale società non dovrà farsi luogo all’approvazione assembleare.

Un’altra fusione nella quale non è richiesto il voto assembleare per l’approvazione dell’operazione è contemplata nella successiva lett. (g) del § 251 DGCL nel caso in cui si tratti di una *merger* tra una controllante (*parent corporation*) e una controllata interamente posseduta da questa (*subsidiary corporation*). Anche in tale ipotesi è necessario che siano rispettate le articolate condizioni della lett. (g) della *section* in esame⁴⁵⁷.

⁴⁵⁶ Ed esattamente - come visto nel § 2.1. del capitolo 1 - le seguenti tre condizioni tassative: “[...] (1) the agreement of merger does not amend in any respect the certificate of incorporation of such constituent corporation, (2) each share of stock of such constituent corporation outstanding immediately prior to the effective date of the merger is to be an identical outstanding or treasury share of the surviving corporation after the effective date of the merger, and (3) either no shares of common stock of the surviving corporation and no shares, securities or obligations convertible into such stock are to be issued or delivered under the plan of merger, or the authorized unissued shares or the treasury shares of common stock of the surviving corporation to be issued or delivered under the plan of merger plus those initially issuable upon conversion of any other shares, securities or obligations to be issued or delivered under such plan do not exceed 20% of the shares of common stock of such constituent corporation outstanding immediately prior to the effective date of the merger. No vote of stockholders of a constituent corporation shall be necessary to authorize a merger or consolidation if no shares of the stock of such corporation shall have been issued prior to the adoption by the board of directors of the resolution approving the agreement of merger or consolidation. [...]”.

⁴⁵⁷ Per l’analisi delle singole condizioni richieste dal § 251 lett. (g) DGCL per procedere ad una fusione senza il bisogno del requisito assembleare si rimanda alla lettura del § 2.1. del capitolo 1.

Infine, come visto precedentemente, un'ulteriore forma particolare di fusione è la c.d. *short-form merger* caratterizzata da un procedimento più celere rispetto a quello ordinario.

Con il rispetto delle condizioni dettate dalla *section 253 DGCL* - relativa alle *short-form mergers* - sarà possibile addivenire alla fusione della società controllante con la propria controllata senza i requisiti del *merger agreement* e del voto dell'assemblea della società bersaglio. Unico adempimento richiesto è il deposito del c.d. *Certificate of Ownership and Merger* a seguito del quale l'operazione citata diventerà, ex § 103 DGCL, produttiva di effetti⁴⁵⁸.

Queste tipologie di fusioni "semplificate" sono presenti anche nell'ordinamento italiano e la loro disciplina è tipizzata nel codice civile.

Analogamente a quanto visto per gli Stati Uniti, le semplificazioni sono introdotte per le fusioni per incorporazione che coinvolgono società interamente possedute (art. 2505 cod. civ.) e quelle possedute al novanta per cento (art. 2505-*bis* cod. civ.).

In breve, se ricorrono le ipotesi statuite nelle relative norme del codice civile, nel caso di fusione di società interamente posseduta si potrà addivenire direttamente ad una fusione senza bisogno della redazione delle relazioni degli amministratori, degli esperti e, considerata la particolare fattispecie di cui si tratta, senza le indicazioni di cui ai nn. 3), 4) e 5) dell'art. 2501-*ter* cod. civ.

Nell'ipotesi di fusione di società posseduta al novanta per cento sono parimenti previste delle semplificazioni procedurali ma, come visto nel § 4.2. del capitolo 2, meno incisive rispetto a quanto statuito dall'art. 2505 cod. civ. nell'ipotesi precedente.

Entrambe le legislazioni in materia, dunque, prevedono dei procedimenti di fusione "alleggeriti", dettati dalle particolari condizioni delle società che intendono realizzare tali operazioni straordinarie e che pertanto derogano ad alcune fasi che potrebbero risultare superflue.

Dalla comparazione di tali aspetti emerge nuovamente una rilevante differenza tra i due ordinamenti, già riscontrata in precedenza. Infatti gli U.S.A. consentono in queste ipotesi, al verificarsi delle opportune condizioni, di derogare al requisito del voto

⁴⁵⁸ Come specificato nel § 3.3. del capitolo 1, soltanto nel caso in cui la *parent corporations* non sia già in possesso della totalità delle partecipazioni della società bersaglio il *Certificate of Ownership and Merger* dovrà essere integrato con una risoluzione del *board of directors* specificando i termini e le condizioni della fusione.

assembleare e nel caso di *short-form merger* addirittura di non redigere l'*agreement of merger*.

In Italia, per converso, è (quasi) sempre necessario il requisito del voto assembleare per l'approvazione della fusione e la realizzazione della stessa. Le norme del codice civile consentono, tutt'al più, di traslare tale ultima competenza sull'organo amministrativo⁴⁵⁹, sempre per velocizzare il procedimento, ma non di eliminarla del tutto.

Ancora una volta, dunque, è possibile sottolineare la maggiore attenzione del legislatore italiano per l'organo decisionale delle società e l'importanza attribuita alle singole fasi del procedimento di fusione, rendendolo da un lato particolarmente garantista, ma sacrificandone in parte, dall'altro, la snellezza. Anche su questo versante, invece, il procedimento di fusione del *Delaware* si riconferma più semplice e veloce, grazie al legislatore statunitense il quale predilige la rapidità delle operazioni societarie cercando, per quanto possibile, di eliminare i passaggi dell'articolato *iter* per la realizzazione di una *merger*.

⁴⁵⁹ Si ricorda che tale possibilità è riconosciuta nella fattispecie di cui all'art. 2505 cod. civ. ad entrambe le società coinvolte nella fusione, mentre, nell'ipotesi di cui all'art. 2505-bis cod. civ. soltanto alla società incorporante.

Bibliografia

AA.VV., *American Jurisprudence*, 2nd Edition, Corporation, Thomson West, 2012.

AA.VV., *Fletcher Cyclopedia of the Law of Corporations*, Thomson West, 2012.

ABRAMCZYK J. E., CINCILLA J. A., HONAKER J. D., *Going-private "dilemma"? Not in Delaware*, in *Business Lawyer*, 2003, pp. 1351 e ss.

ABRAMS K. G., BRACEGIRDLE T. J., LASTER T. J., *The evolving judicial review of squeeze-out transactions by controlling stockholders*, in *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, 2003, pp. 14 e ss.

ABRAMS, K. G., LASTER T. J., *New Delaware rules for going private transactions*, in *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, 2005, pp. 9 e ss.

AFFERNI V., *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. comm.*, 2009, II, p. 189 ss.

AIELLO M., CAVALIERE T., CAVANNA M., CERRATO S. A., SARALE M., *Le operazioni societarie straordinarie : scioglimento e liquidazione, trasformazioni, fusioni, leveraged buy out, scissioni*, CEDAM, Padova, 2011.

ARNO' G., FISCHETTI G., *Le fusioni transfrontaliere. La disciplina comunitaria e il suo recepimento in Italia e negli Stati membri*, EGEA, 2009.

ARONSTAM B. R., BALOTTI R. F., REHBOCK T., *Delaware's going-private dilemma: fostering protections for minority shareholders in the wake of Siliconix and Unocal Exploration*, in *Business Lawyer*, 2003, pp. 519 e ss.

ATLANTE N., *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637 ss.

ATTANASIO A. (a cura di), *Fusione e scissione di società: aspetti civilistici, tributari e contabili*, Experta Edizioni, 2008.

BAGAROTTO E. M., *Il regime tributario delle riserve dell'incorporante e dell'incorporata nella fusione inversa*, in *Riv. dir. trib.*, 2011, VII-VIII, pp. 783 e ss.

BAINBRIDGE S. M., *Mergers and Acquisitions*, Thomson reuters/Foudation press, New York, 2009.

BALOTTI F. R., FINKELSTEIN J. A., *Delaware Law of Corporations & Business Organizations*, 3rd Edition, 1998 (Supp. 2002).

BELTRAMI P. D., *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, nota a Trib. Milano, 08 settembre 2003, in *Giur. comm.*, 2005, II, p. 198 ss.

BELTRAMI P. D., *La responsabilità per danni da fusione*, Giappichelli, Torino, 2008.

BENCINI R., *Fusione per incorporazione: riflessi processuali alla luce del nuovo art. 2504-bis c.c.*, nota a Trib. Oristano, 03 marzo 2005, in *Giust. civ.*, 2006, IV-V, p. 1006 ss.

BERGAMO E., TIBURZI P., *Le nuove trasformazioni-fusioni-scissioni*, Giuffrè, Milano, 2005.

BLACK B. S., *The First International Merger Wave (and the Fifth and Last U.S. Wave)*, in *University of Miami Law Review*, Volume 54, 2000, pp. 799 e ss.

BRUNER R. F., *Applied mergers and acquisitions*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2004.

BUSANI A., *Per fusioni e scissioni il progetto va su internet*, Il Sole 24 Ore, 08 giugno 2012.

CAGNASSO O., D'ARRIGO M., *La fusione delle società*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2011, I, p. 7 ss.

CAMPOBASSO G.F., *Diritto commerciale 2 - diritto delle società*, Utet, Torino, 2007.

CAPPARELLA G., *Riflessioni sulla natura dell'opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c.*, in *Riv. Notariato*, 2006, VI, p. 1503 e ss.

CASTELLANO P., *Problematiche della fusione inversa*, in *Riv. notariato*, 2008, IV, p. 1 ss.

CHAPMAN J. A., JAMES W. B., *The use of special committees in merger and acquisitions*, in *Texas Journal of Business Law*, 2008, pp. 315 e ss.

CHURCH J., *Conglomerate Mergers*, in *ISSUES IN COMPETITION LAW AND POLICY*, ABA Section of Antitrust Law, 2008, pp. 1503 e ss.

CHURCH J., *Vertical Mergers*, in *ISSUES IN COMPETITION LAW AND POLICY*, ABA Section of Antitrust Law, 2008, pp. 1455 e ss.

CINCOTTI C., *Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell'indebitamento e interessi tutelati dall'ordinamento*, in *Riv. soc.*, 2011, IV, pp. 634 e ss.

CRISP M. J., WELSH P. L., *Short form appraisal notices gets renewed scrutiny*, in *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, 2010, pp. 7 e ss.

DAMODARAN A., *The Anatomy of an LBO: Leverage, Control and Value*, in SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1162862> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1162862>, 2008, pp. 1 e ss.

DE NADAI M., *La fusione per incorporazione dopo la riforma societaria: ancora effetti estintivi?*, nota a Cassazione civile, 09 aprile 2008, n. 9308, sez. III, in *Giur. comm.*, 2009, IV, p. 681 ss.

DEMURO I., *Fusioni e scissioni*, in *Giurisprudenza commerciale*, VI, 2006, pp. 5 e ss.

DEPAMPHILIS D. M., *Mergers and Acquisitions Basics: Negotiation and Deal Structuring*, Elsevier Academic Press, Amsterdam, 2010.

DEPAMPHILIS D. M., *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities : an integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, Elsevier Academic Press, Amsterdam, 2010.

DESIATO O., *Fusione di società e interruzione del processo: gli ultimi orientamenti della giurisprudenza di merito - il commento*, in *Le Società*, 2009, XI, p. 1426 e ss.

DI SIENA M., *Disciplina tributaria della fusione*, in *Contabilità finanza e controllo*, 2005, VI, pp. 491 e ss.

ECKBO B. E., THORBURN K. S., *Corporate Restructuring: Breakups and LBOs,, Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance, Volume 2, North-Holland/Elsevier*, in *Tuck School of Business*, Working Paper No. 2008-49, 2008. pp. 431 e ss.

EISENBERG M. A., *Corporate and Other Business Organizations, Cases and Materials*, 9th edition, Thomson West, 2005.

ENNA G., *Fusione, scissione e scorporo di società. Aspetti giuridici, rilevazioni contabili, fiscalità*, Sistemi editoriali, 2007.

FERRARA F. Jr., CORSI F., *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2001.

FERRO-LUZZI P., CHIAPPETTA F., *Fusione e prestiti obbligazionari di società per azioni*, in *Riv. Soc.*, 2005.

FIENBERG J. B., *New Rules for Qualifying a Transaction as a Statutory Merger or Consolidation Under Section 368(a)(1)(A) of the Internal Revenue Code*, in *The Florida BAR Journal*, 2004, pp. 75 e ss.

FURLOW C. W., *Back to basics: harmonizing Delaware's law governing going private transactions*, in *Akron Law Review*, 2007, pp. 85 e ss.

FURLOW C. W., *Good Faith, Fiduciary Duties, and the Business Judgment Rule in Delaware*, in *Utah Law Review*, n. 3, 2009, pp. 1061 e ss.

GARNER B. A. (a cura di), *Black's law dictionary*, 9th Edition, Thomson West, 2010.

GAUGHAN P. A., *Mergers : what can go wrong and how to prevent it*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2005.

GAUGHAN P. A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, Jhon Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2011.

GEIS G. S., *Internal poison pills*, in *New York University Law Review*, 2009, pp. 1169 e ss.

GENOVESE A., *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, in *Riv. Soc.*, 2007.

GIANNELLI A., *La fusione inversa*, in *Riv. Soc.*, 2008, V, pp. 1155 e ss.

GIULIANO G., *Fusione con indebitamento e leveraged buy out*, in *Riv. Notariato*, 2007, III, p. 319 ss.

GOETZ J., *A dissent dampened by timing: how the stock market exception systematically deprives public shareholders of fair value*, in *Fordham Journal of Corporate and Financial Law*, 2010, pp. 771 e ss.

GOLDEN J. B., *Clearing the short-form threshold in negotiated tender offers*, in *Insights: The Corporate & Securities Law Advisor*, 2002, pp. 7 e ss.

HAMERMESH L. A., WATCHER M. L., *The fair value of cornfields in Delaware appraisal law*, in *Journal of Corporation Law*, 2005, pp. 119 e ss.

HARTMANN C., *Gholl v. Emachines: creating predictability and consistency in appraisal actions*, in *Journal of Corporation Law*, 2006, pp. 197 e ss.

HOSSFELD R. T., *Short-form mergers after Glassman v. Unocal Exploration Corp.: time to reform appraisal*, in *Duke Law Journal*, 2004, pp. 1337 e ss.

IACONO C. A., *Tender offers and short-form mergers by controlling shareholders under Delaware law: the "800-pound gorilla" continues unimpeded--in re pure resources, Inc., shareholders litigation*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2003, pp. 645 e ss.

KENYON-SLADE S., *Mergers and takeovers in the US and UK : law and practice*, Oxford University Press, USA, 2004.

KOENIG J. M., *A brief roadmap to going private*, in *Columbia Business Law Review*, 2004, pp. 505 e ss.

KPMG, *20 anni di M&A - fusioni e acquisizioni in Italia dal 1988 al 2010*, Egea, Milano, 2010.

KRUG J. A., *Mergers and acquisition*, volume 1, SAGE, Los Angeles, 2008.

LATHAM & WATKINS LLP, *The book of Jargon - US Corporate and Bank Finance*, 2010.

LETSOU P. V., *The Dilemma that Should Never Have Been: Minority Freeze Outs in Delaware*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=726511> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.726511>, 2005.

LETSOU P. V., *The Role of Appraisal in Corporate Law*, in *Boston College Law Review*, Volume 39, Issue 5, n. 5, Articles 2, 1998, pp. 1121 e ss.

LUPI R., *Participation exemption*, il Sole 24 ore On Line.

MAGLIULO F., *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2009.

MANZINI G., *La fusione cd. inversa, ossia l'incorporazione della controllante nella controllata*, in *Contratto e impresa*, 2000, pp. 850 e ss.

Massime elaborate dalla commissione società del consiglio notarile di Milano. Consultabili sul sito Internet: <http://www.consiglionotarilemilano.it/notai/massime-commissione-societa.aspx>.

MATHESON J. H., GARON P. S., STANCHFIELD M., *Challenging Delaware's Desirability as a Haven for Incorporation*, in *William Mitchell Law Review*, Volume 32, 2006, pp. 769 e ss.

MCGUINNESS M. J., REHBOCK T., *Going-private transactions: a practitioner's guide*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2005, pp. 437 e ss.

MELONCELLI F., *La fusione dopo la riforma del diritto societario: natura giuridica e conseguente estinzione della società fusa*, in *Corriere giuridico*, 2010, pp. 1565 e ss.

MENEGHETTI P., *Fusioni, due test sulle perdite*, *Il Sole 24 Ore*, 05 luglio 2010.

MIELE L., *Fusioni e scissioni nella sezione II*, *Il Sole 24 Ore*, 07 giugno 2010.

MILANESI S., *Fusione societaria e processo: l'intervento delle Sezioni Unite*, nota a Cassazione civile, 08 febbraio 2006, n. 2637, sez. Unite, in *Giur. comm.*, 2007, IV, p. 787 ss.

OESTERLE D. A., *The Law of Mergers and Acquisitions*, 3d Edition, Thomson West, 2005.

Orientamenti del Comitato Triveneto dei Notai in materia di atti societari, settembre 2011.

OTTIERI L., *Riflessioni in tema di postdatazione e cancellazione degli effetti dell'atto di fusione*, nota a Trib. Pisa 12 febbraio 2008, in *Giur. comm.*, 2010, III, p. 514 ss.

PAGE W. H., *Standard Oil and U.S. Steel: predation and collusion in the law of monopolization and mergers*, in *Southern California Law Review*, 2011, pp. 101 e ss.

PAPAGNI V., *La fusione per incorporazione non determina l'interruzione del processo*, nota a Cassazione civile, 03 maggio 2010, n. 10653, sez. I, in *Diritto e Giustizia*, 2010, p. 254 ss.

PAPAGNI V., *La validità della notifica alla società incorporata per fusione (anche se avvenuta "ante" novella)*, nota a Cassazione civile, 14 settembre 2010, n. 19509, sez. Unite, in *Diritto e Giustizia* 2010, pp. 439 e ss.

PARK J. W., MADHAVAN R., *Surf's Up: A Process Explanation of the Great Merger Wave*, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=1886585> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1886585>, 2011.

PAU F., *Al via il test di vitalità per la fusione*, in *Italia Oggi*, 06 novembre 2006, p. 9.

PAVANELLO G., PORCHIA I., *High-Yield Bonds*, *Il Sole 24 Ore*, 11 luglio 2011.

PEROTTA R., *Le diverse modalità di attuazione della fusione e della scissione inversa*, in *Giur. comm.*, 2007, I, p. 14 ss.

PERRINO M., *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. Soc.*, 2003, 48, II-III, pp. 507 e ss.

PERRINO M., *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. Soc.*, 2003.

PINTA L., *The U.S. and Italy: controlling shareholders' fiduciary duties in freeze out mergers and tender offers*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2011, pp. 931 e ss.

PORCHIA I., BENINTENDI F., *La record date: il "lasciapassare" per partecipare alle assemblee delle società quotate*, in *Sole 24 Ore*, 11 maggio 2012.

REBECCA G., ZANNI M., *Il riporto delle perdite fiscali nelle operazioni straordinarie d'impresa*, in *Il fisco*, 2010, 17, 1, pp. 2627 e ss.

Relazione accompagnatoria allo schema di progetto di decreto legislativo attuativo della direttiva comunitaria n. 2005/56/CE.

RICCIO A., *La fusione di società non è, dunque, causa di interruzione del processo*, in *contratto e impresa*, 2006, pp. 587 e ss.

RICCIO A., *Nella fusione di società si ha, dunque, continuità dei rapporti giuridici anche processuali, in contratto e impresa*, 2005, pp. 483 e ss.

Risoluzione dell' Agenzia delle Entrate 28 gennaio 2009, n. 22/E

ROSENKRANZ S., WEITZEL U., *Bargaining in Mergers and Termination Fees*, Tjalling C. Koopmans Discussion Paper Series, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=966135> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.966135>, 2007, p. 1 e ss.

SANGIOVANNI V., *Fusione di società e opposizione dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2011, IV, pp. 22 e ss.

Schema di decreto legislativo recante attuazione della direttiva 2009/109/CE che modifica le direttive 77/91/CEE, 78/855/CEE e 82/891/CEE e la direttiva 2005/56/CE per quanto riguarda gli obblighi in materia di relazioni e di documentazione in caso di fusioni e scissioni.

SCHLYER D. E., *"Fair Value" Determinations in Corporate "Freeze-Outs" and in Security and Exchange Act Suits: Weinberger, Other, and Better Methods*, in *Valparaiso University Law Review*, Volume 19, n. 2, Articles 6, 1985, pp. 521 e ss.

SCOGNAMIGLIO G., *Le fusioni e le scissioni "semplificate" nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, pp. 889 e ss.

SEGATO L., *A comparative analysis of shareholder protections in Italy and the United States: Parmalat as a case study*, in *Northwestern Journal of International Law and Business*, 2006, pp. 373 e ss.

SIEGEL M., *An appraisal of the Model Business Corporation Act's appraisal rights provisions*, in *Law and Contemporary Problems*, 2011, pp. 231 e ss.

SIEGEL M., *Going private: three doctrines gone astray*, in *NYU Journal of Law & Business*, 2008, pp. 399 e ss.

SPOLIDORO M. S., *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in *Riv. Soc.*, 2004, II-III, pp. 229 e ss.

SPOLIDORO M. S., *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy out e leveraged cash out nel nuovo diritto delle società*, in *Riv. Soc.*, 2008, V, pp. 1046 e ss.

STEINBERG M. I., *Short-Form Mergers in Delaware*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, Volume 27, n. 2, 2002, pp. 489 e ss.

STRINE L. E. Jr., *The Inescapably Empirical Foundation of the Common Law of Corporations*, in *Delaware Journal of Corporate Law*, 2002, pp. 499 e ss.

SUBRAMANIAN G., *Fixing Freezeouts*, in *Yale Law Journal*, Volume 115, n. 1, 2005, pp. 2 e ss.

SUBRAMANIAN G., *Post-Siliconix Freeze-Outs: Theory, Evidence & Policy*, in *Harvard Law and Economics Discussion Paper*, n. 472, 2004; Harvard PON Working Paper, SSRN: <http://ssrn.com/abstract=530284> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.530284>.

THOMPSON R. B., *The case for iterative statutory reform: appraisal and the Model Business Corporation Act*, in *Law and Contemporary Problems*, 2011, pp. 253 e ss.

TINO E. A., *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma.*, nota a Trib. Milano , 04 febbraio 2005, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, II, pp. 228 e ss.

VEASEY E. N., DI GUGLIELMO C. T., *What happened in Delaware corporate law and governance from 1992-2004? A retrospective on some key developments*, in *University of Pennsylvania Law Review*, 2005, pp. 1399 e ss.

VENTORUZZO M., *Freeze-outs: transcontinental analysis and reform proposals*, in *Virginia Journal of International Law*, 2010, pp. 841 e ss.

VICARI A., *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo da annullamento e da concambio nella fusione*, in *Riv. Soc.*, 2008, II-III, pp. 521 e ss.

WELCH E. P., TUREZYN A. J., SAUNDERS R. S., *Folk on Delaware General Corporation Law: fundamentals*, 5th Edition, 2012.

WERTHEIMER B. M., *The shareholders' appraisal remedy and how Courts determine fair value*, in *Duke Law Journal*, Volume 47, n. 4, 1998, pp. 613 e ss.

WILLENS R., WOOD R. W., *Mergers and Continuity of Interest*, in *The M&A Tax Report*, Volume 5, n. 4, 1996, pp. 4 e ss.