

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI ROMA TRE

Dipartimento di Giurisprudenza

SCUOLA DOTTORALE INTERNAZIONALE DI DIRITTO ED
ECONOMIA "TULLIO ASCARELLI"

DOTTORATO DI RICERCA IN "DIRITTO PRIVATO PER
L'EUROPA"

AREA DIRITTO COMMERCIALE

XVIII CICLO

TESI DI DOTTORATO

Fusioni e scissioni semplificate

Candidato:
Emanuele Bassino

Relatore:
Chiar.mo Prof. Mario Bussoletti

INDICE

CAPITOLO PRIMO

- 1 *La nozione di fusione.*
 - 1.1 *Le opzioni dottrinali.*
 - 1.2 *Il dato normativo comunitario.*
 - 1.3 *Un proficuo angolo visuale: il momento della decisione.*
 - 1.4 *Un esito sufficientemente condiviso.*
 - 1.5 *Alcune ricadute pratiche delle diverse opzioni interpretative. Un problema teorico da svalutare.*
- 2 *Le grandi linee della nozione di scissione.*
 - 2.1 *Una molteplicità di opzioni di lettura.*
 - 2.2 *Il polimorfismo funzionale e strutturale quale apertura a nuovi corollari.*
- 3 *Una macro-nozione di operazione straordinaria?*
 - 3.1 *La recezione della direttiva scissioni.*
- 4 *Il "dogma della continuità".*
 - 4.1 *L'ascendenza del principio di continuità dalle vicende trasformative degli enti.*
 - 4.2 *La continuità quale corollario della tesi della natura meramente modificativa delle operazioni straordinarie.*
 - 4.3 *Possibile obiezione e rettifica del concetto di continuità.*
 - 4.4. *La continuità di valori contabili. Il problema del trattamento del disavanzo da annullamento e da concambio.*
 - 4.5 *Un problema di metodo.*
- 5 *La nozione di rapporto di cambio.*
- 6 *La funzione del rapporto di cambio.*
 - 6.1 *La dicotomia tra diritto al valore attuale e diritto al valore della redditività futura della partecipazione in sede di determinazione del rapporto di cambio.*
- 7 *I criteri che presiedono alla fissazione del rapporto di cambio.*
 - 7.1 *Concambio teorico e concambio effettivo.*
- 8 *Le valutazioni.*

- 9 *Sulla sindacabilità giudiziale del rapporto di cambio.*
- 10 *I rimedi.*
- 11 *Alcune precisazioni sull'atteggiarsi del rapporto di cambio nella scissione.*
- 12 *Problematicità della nozione di conguaglio in relazione a quella di rapporto di cambio.*
- 13 *Fusione, scissione: neutralità e discontinuità.*

CAPITOLO SECONDO

- 1 *Dalla fusione alle fusioni. Le linee di semplificazione.*
- 1.1 *Public-held companies o società chiuse.*
- 1.2 *Semplificazioni nelle operazioni infra-gruppo.*
- 2 *Il rapporto di cambio dal punto di vista giuridico-sostanziale e la neutralità causale delle operazioni straordinarie.*
- 3 *Le fusioni prive di rapporto di cambio (Short-form mergers).*
- 3.1 *Le semplificazioni attingibili; relativa estensione e problemi aperti.*
- 4 *Il rapporto di cambio nella fusione tra società controllante e controllata al 90%. Freeze-out mergers.*
- 4.1 *La possibile influenza della teoria dei vantaggi compensativi nelle fusioni infra-gruppo.*
- 4.2 *La sparizione del socio. Con alcuni possibili contemperamenti.*
- 4.3 *L'influenza della normativa in tema di operazioni con parti correlate.*
- 5 *Fusioni e scissioni cui partecipano società il cui capitale non è rappresentato da azioni.*
- 5.1 *La semplificazione consistente nell'abbreviazione dei termini.*
- 5.2 *La fusione tra società che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo.*
- 6 *Ratio del limite imposto al conguaglio in denaro e distinzione dalla problematica del disinteressamento del socio.*

CAPITOLO TERZO

1 Sulla possibilità di un superamento dei limiti normativi posti all'entità del conguaglio.

1.1 Regola ed eccezione nell'approccio interpretativo agli artt. 2501-ter comma 2 e 2505-quater c.c.

1.2 Argomenti per una rilettura interpretativa dell'art. 2505-quater c.c.

2 I diritti individuali dei soci nella fusione.

3 La scissione non proporzionale.

4. Modalità alternative di soddisfazione del concambio: il problema del disinteressamento del socio.

4.1 Ulteriori argomentazioni militanti a favore della prospettazione di un disinteressamento del socio.

4.2 E' possibile che il disinteressamento del socio sia deliberato a maggioranza?

4.3 La portata pratica dell'ammissione della liceità del disinteressamento.

4.4 Un'indiretta conferma. Alcune disposizioni di carattere tributario.

5 Estensibilità alla scissione degli esiti raggiunti.

6 Conclusioni.

CAPITOLO PRIMO

1 La nozione di fusione.

Il dato ineliminabile di partenza è che una chiara definizione di fusione manca nel codice, laddove in fatto di scissione il legislatore si è mostrato un poco più prodigo¹. E' necessario scorrere l'intero capo del codice dedicato alla fusione per apprendere che "la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione" (art. 2504-bis c.c.). Il lettore comprende quale sia l'effetto della fusione, ha già letto le tappe del relativo procedimento, ma si deve rivolgere al formante dottrinale o giurisprudenziale per penetrare l'essenza del fenomeno.

E' stato insomma compito degli interpreti precisare la nozione in commento, seguendo un percorso che, seppure non privo di anse e sentieri interrotti, può dirsi giunto ad un approdo sufficientemente condiviso. Un compito non certo agevole perché, andando alla ricerca della definizione, si avverte immediatamente come ad un solo termine facciano da substrato una pluralità di referenti.

Per fusione infatti si può intendere: l'effetto della fusione (ed è appunto il caso dell'art. 2504-bis c.c.), vale a dire il compenetrarsi di due o più strutture societarie in tutti i loro elementi, personali e reali; oppure l'atto di fusione, siglato dai vertici amministrativi delle entità coinvolte, che di tali effetti è l'immediata fonte; ma anche, a ritroso: la delibera di fusione, che consiste nella approvazione del relativo

¹ V. art. 2506 c.c.: "Con la scissione una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci".

progetto da parte dei soci; o, ancora, il procedimento di fusione; o, per tornare all'inizio, l'accordo di fusione, che vede protagonisti i vertici delle società che saranno coinvolte dall'operazione straordinaria.

Gli interpreti, anche sulla scorta del maggior peso conferito all'uno o all'altro degli aspetti sopra accennati, hanno proceduto ad elaborare varie nozioni di fusione nel corso del tempo, sino ad approdare ad un'ultima, che oggi appare sufficientemente condivisa.

1.1 Le opzioni dottrinali.

Secondo una prima tesi, la fusione è ascrivibile alla fattispecie "successione universale".

In tale ottica, definita estintivo-successoria, il fenomeno fusorio viene ravvicinato a quello che si manifesta nelle successioni per causa di morte: una società (l'incorporanda) si estingue o, nel caso della fusione mediante costituzione di nuova società, tutte le società partecipanti si estinguono, per dar vita ad una nuova società².

E' evidente come tale definizione si focalizzi sul momento degli effetti di tutta l'operazione.

La tesi pare corroborata dalla previgente³ previsione del codice, secondo cui "la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società *estinte*". Esattamente si è detto che la tesi in commento è il portato del tradizionale inquadramento antropomorfo della persona giuridica⁴. La tesi è inoltre debitrice ad un riferimento testuale contenuto nell'abrogato Codice di Commercio, il cui art. 189, n. 7 annoverava la fusione tra le

2 Per tutti: VISENTINI, *La fusione fra società*, Roma, 1942, 37; GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963, 521; QUATRARO, *La fusione: profili e natura giuridica*, *Dir. fall.*, 1994, 376. Giurisprudenza costante ante riforma. V. per tutte: Cass., 28 maggio 1980, n. 3496, *Dir. fall.*, 1980, II, 396; Cass., 8 novembre 1983, n. 6612, *Giust. civ.*, 1984, I, 1171, nt. di GUARNERI, Cass., 3 novembre 2000, n. 14383, *Giust. civ.*, 2000, I, 2811.

3 Anteriormente al D. Lgs. n. 22/1991 di attuazione della terza direttiva comunitaria, si intende.

4 MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2009, 50.

cause di scioglimento della società.

Ma all'indomani della riforma del diritto societario, l'art. 2504-bis dispone che la società risultante dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società *partecipanti* alla fusione, "proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione".

La tesi è stata criticata in modo convincente da chi ha fatto notare come, diversamente dalla successione a causa di morte, per la quale l'estinzione del soggetto giuridico è il presupposto del fenomeno successorio, nella fusione l'estinzione è se mai l'effetto del procedimento stesso⁵. I fenomeni (successorio o fusorio in senso stretto) soltanto in un senso latamente descrittivo ed anodino potrebbero accostarsi. E' ben vero che entrambi comportano una vicenda di successione nei rapporti giuridici. Ma avvicendamento di rapporti si ha anche nelle vicende traslative o traslativo-costitutive dei diritti. Dunque dicendo che la fusione è "successione universale" o "successione particolare"⁶ non si è detto molto.

Altri interpreti meritoriamente puntano l'attenzione sulla decisione di fusione. In questo filone si colloca la tesi della natura meramente modificativa della fusione; tesi che, stando all'art. 2504-bis riformato, emerge sicuramente rafforzata proprio a partire dal dato letterale. La fusione viene inquadrata nei termini di una modificazione delle strutture societarie coinvolte, ovverossia di una modificazione dei relativi statuti, talora senza negare l'effetto estintivo finale⁷. Non è chi non riconosca il debito che tale *acquis* ha verso la più ampia rivoluzione interpretativa ferro-luzziana, secondo la quale non è il soggetto, bensì la forma organizzata per l'esercizio dell'attività

5 TANTINI, *Trasformazione e fusione delle società*, in *Tratt. dir. comm dir. pubbl. econom.* diretto da F. Galgano, VIII, Padova, 1985, 282.

6 E' la tesi singolare di SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile*, Napoli, 1954, *passim*, sulla base dell'argomento che la nostra legislazione prevede un unico caso di successione universale, vale a dire quella a causa di morte.

7 CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2003, 234; GENOVESE, *Fusioni e scissioni*, in AA. VV., *La riforma delle società di capitali e cooperative* a cura di L. Starola, Milano, 2003, 349.

economica a dover essere posta al centro del sistema⁸. Il precipitato della tesi suddetta in tema di operazioni straordinarie si esplicita in una lettura di tali fenomeni nei termini di un mutamento della modalità di svolgimento dell'attività e non di un mutamento di titolarità soggettiva⁹ (all'opposto della tesi della successione universale).

Si noti incidentalmente che la norma da ultimo citata veicola peraltro un concetto di continuità¹⁰ degli effetti (si faccia il raffronto con l'art. 2498 c.c. in tema di trasformazione) che non è sfuggito agli interpreti, ma la cui reale portata andrà attentamente vagliata nel prosieguo¹¹.

8 FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976.

9 FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, *Giur. comm.*, 1991, I, 1065 ss. E v. altresì con specifico riguardo alla scissione, ma con osservazioni replicabili alla fusione LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999, 92 ss.

10 "Anche in punto di fusione, la novità in tema di effetti permette di spostare l'attenzione sul piano della continuità sostanziale dell'impresa ed impone di costruire su tale continuità la teoria della fusione e la disciplina dei rapporti societari interni ed esterni". Così LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Riv. Soc.*, 2004, 1343.

11 E v. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari, massima L.A.30 - (IMPOSSIBILITÀ DI ATTUARE UNA FUSIONE PROPRIA, O UNA SCISSIONE CON BENEFICIARIA DI NUOVA COSTITUZIONE, PREVEDENDO L'INGRESSO DI NUOVI SOCI IN SEDE DI COSTITUZIONE DELLA NUOVA SOCIETÀ - 1° pubbl. 9/08)* "Quando una fusione o una scissione vengono attuate mediante costituzione di una nuova società, appare illegittimo prevedere che a detta nuova società possano partecipare ulteriori soci, rispetto a quelli delle società coinvolte, che entrino a far parte della compagine sociale al momento della sua costituzione, intervenendo nel relativo atto. La causa della fusione e della scissione è infatti essenzialmente riorganizzativa delle strutture societarie preesistenti. L'attività di impulso nell'adottare una di tali operazioni è coerentemente rimessa agli amministratori (ai quali solo spetta la predisposizione del progetto) e non ai soci. L'atto finale di fusione o scissione sarà poi stipulato tra le società preesistenti e non tra i loro soci, questi ultimi infatti sono solo indirettamente interessati dagli effetti di tali operazioni, che, nei loro confronti, devono comunque essere patrimonialmente neutri. La presenza, quali contraenti, di nuovi soci al momento della stipula dell'atto di costituzione della nuova società, cioè dell'atto di fusione o scissione, appare dunque inconciliabile con lo schema negoziale della fusione e della scissione. La circostanza che l'interesse che si intende perseguire con l'ingresso di nuovi soci sia indubbiamente meritevole di tutela (ai sensi dell'art. 1322 c.c.), nonché la sicura affinità delle operazioni di fusione o scissione con altre operazioni straordinarie che possono comportare l'ingresso di nuovi soci, non alterano le conclusioni esposte, in quanto l'ordinamento offre numerosi strumenti per ottenere in maniera tipica il medesimo risultato finale. Così, ad esempio, i nuovi soci potranno entrare nella compagine sociale con una successiva delibera di aumento di capitale ad essi riservata (eventualmente già prevista con delega all'organo amministrativo nell'atto costitutivo della nuova società); con la costituzione da parte dei medesimi di una loro società che partecipi poi all'operazione di fusione o scissione; con l'esercizio di un diritto di opzione acquistato prima della fusione o scissione. Sarà anche possibile deliberare l'approvazione dei progetti di fusione o scissione prevedendo

1.2 Il dato normativo comunitario.

Per vero, la terza direttiva comunitaria parrebbe abbracciare la tesi tradizionale della natura estintivo-costitutiva allorché precisa che si intende per "fusione mediante incorporazione l'operazione con la quale una o più società, *tramite uno scioglimento senza liquidazione, trasferiscono* ad un'altra l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione agli azionisti della o delle società incorporate di azioni della società incorporante (art. 3) , mentre "si intende per fusione mediante costituzione di una nuova società l'operazione con la quale più società, *tramite il loro scioglimento senza liquidazione, trasferiscono* ad una società che esse costituiscono l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione ai loro azionisti di azioni della nuova società".

Andrebbe così registrata una profonda cesura, almeno a livello declamatorio, tra la nozione interna, per come elaborata dalla dottrina summenzionata, nonché (perlomeno) dalla più recente giurisprudenza e la nozione comunitaria di fusione. Si vedrà tuttavia poco oltre, con specifico riguardo alla scissione, ma con osservazioni che si attagliano alla stessa fusione, come la definizione di marca comunitaria non debba affatto essere sopravvalutata.

1.3 Un proficuo angolo visuale: il momento della decisione.

Sostenere la natura meramente modificativa della fusione significa spostare la focalizzazione della definizione dal momento degli effetti dell'operazione a quello della *decisione* in ordine alla stessa. Siffatta prospettiva ermeneutica pare sicuramente opportuna, potendosi dire

in essi l'ingresso dei nuovi soci in una o più delle società preesistenti, e quindi in quella derivata, un istante prima della stipula degli atti attuativi di tali operazioni".

sintonica allo spirito con cui si è data attuazione alla direttiva fusioni prima e poi allo stesso spirito della riforma delle società di capitali. Si intende che è nell'ambito della decisione e delle modalità della stessa che si danno e si risolvono i conflitti tra *shareholders management* e creditori. Conflitti tra management e soci; tra soci; tra diverse compagini sociali; tra *shareholders* e creditori. E' nel momento della decisione che si situa il baricentro dell'intera operazione¹², destinata ad avere incontrastata stabilità degli effetti una volta decisa; ma appunto *decisa*, cioè voluta (o quanto meno) vagliata dai soci ed eventualmente dai medesimi modificata, sia pure sulla base degli accordi e dei progetti prospettati dal management¹³, il momento della decisione essendo quello in cui si pongono e si risolvono i potenziali contrasti tra management e proprietà, tra maggioranza e minoranza, tra soci e terzi.

Ciò risulta ancor più chiaro sol che si rifletta che, stando alla disciplina attuale, una volta attuata, la fusione gode di stabilità reale dei propri effetti. E' insomma l'ora della riunione assembleare l'unica di cui i soci siano veramente e direttamente signori, in seno al complesso procedimento fusorio.

12 Per LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Riv. Soc.*, 2004, 1343, "Le operazioni in questione godono, è vero, di una progettazione che non può che realizzarsi pure in ambito gestorio; tuttavia i contenuti essenziali delle medesime si pongono sul piano strutturale organizzativo".

13 PICCIAU, *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1029 al contrario, e nell'ottica di un inquadramento della scissione nei termini di fenomeno traslativo, ritiene che "il contenuto della scissione sia essenzialmente voluto dagli amministratori e consacrato nel progetto di scissione, considerato che l'assemblea si limita ad approvare il progetto e che essa ha il circoscritto potere di apportare solo marginali modificazioni nei limiti di ciò che non incida sui diritti dei soci o dei terzi". La tesi pare invero un poco estrema, sol che si noti che non è del tutto vero non esservi luogo a modifiche assembleari al progetto di fusione (o scissione). I soci ben possono modificare aspetti che non incidano sui diritti di terzi e condurre egualmente in porto l'operazione nei termini prefissati. Ma soprattutto nessuno vieta ai soci di apportare modifiche sostanziali che impattano proprio sui diritti dei soci o dei terzi. Per l'effetto, ricominceranno a decorrere i termini di opposizione dei creditori.

1.4 Un esito sufficientemente condiviso.

Sul piano effettuale, poi, va riconosciuto oramai che la polemica in ordine alla negazione dell'effetto estintivo ha perso gran parte del proprio fascino.

Anche la giurisprudenza, per lungo tempo adagiata sulla tralatizia analogia con il fenomeno successorio, ha da ultimo avallato la tesi oggi dominante riconoscendo che "la fusione tra società non comporta l'estinzione di un soggetto e la correlativa creazione di un diverso soggetto, ma si risolve in una vicenda meramente evolutivo-modificativa dello stesso soggetto, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo"¹⁴.

Il percorso può dunque dirsi giunto a risultati sufficientemente condivisi: "La fusione costituisce un fenomeno di unificazione delle strutture organizzative delle società coinvolte nell'operazione, mediante il quale, partendo da una pluralità di soggetti societari, si perviene alla realizzazione di un'unica struttura caratterizzata dal fatto che quest'ultima assomma in sé tutti gli elementi patrimoniali e soggettivi prima distintamente facenti capo alle società partecipanti. In altre parole, a seguito della fusione, la società risultante dalla stessa: - diviene titolare dei patrimoni di tutte le società partecipanti all'operazione e - i suoi soci vengono tendenzialmente ad essere i medesimi che prima partecipavano alle società coinvolte nell'operazione"¹⁵.

Non ci si può esimere dal rilievo che i pratici si affannano ad eliminare dalla nozione di fusione qualsiasi tratto che possa ricondurre ad una operazione estintivo-costitutiva o addirittura traslativa. Ciò innanzitutto, per così dire, a stornare il rischio, che emergerebbe a voler sostenere la tesi estintivo-costitutiva, emergerebbe il rischio di dover applicare all'atto di fusione l'intero

¹⁴ Cass., Sez. Un., 8 febbraio 2006, n. 2637, *Le società*, 2006, 459, con nt. di DIMUNDO, *Effetti processuali della fusione: le Sezioni unite pongono fine all'interruzione dei processi civili*.

¹⁵ MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2009, 48.

statuto normativo degli atti traslativi, con specifico riguardo alle menzioni urbanistiche richieste per la validità dell'atto¹⁶, nonché alle menzioni relative alla conformità catastale, il tutto previsto sotto pena di nullità dell'atto traslativo stesso. Ma non è tutto. Non si dovrebbe tacere il debito della tesi nei riguardi della matrice fiscale dell'operazione fusoria di società commerciali.

La tesi può essere messa in relazione con una certa fortuna, non propriamente nobile, delle operazioni di fusione in generale. E' noto - i repertori abbondano di decisioni al riguardo - che a partire dagli anni Settanta del secolo scorso si intensificarono operazioni di fusione tra società immobiliari, proprietarie di ingenti patrimoni immobiliari. La fusione aveva (e può tuttora avere) l'effetto, del tutto lecito, beninteso, nel perimetro di un sano *tax planning*, di realizzare un'operazione economica di *acquisition* senza l'emersione (immediata) di plusvalenze tassabili¹⁷. In luogo di procedere alla vendita di compendi immobiliari, le compagini sociali delle società coinvolte potevano preferire la fusione di una società nell'altra, sfruttando il rapporto di cambio a marcare quella che dal punto di vista economico si rivela come un'operazione di acquisizione, senza tuttavia dover far emergere alcun "prezzo" e, con esso, materia imponibile.

1.5 Alcune ricadute pratiche delle diverse opzioni interpretative. Un problema teorico da svalutare.

16 V. in tal senso la criticabile Trib. Firenze, 7 marzo 1992, Soc. Coop. Unicoop Firenze c. Soc. Sama e a., *Riv. dir. comm.*, 1994, II, 271 con nota di MASINI e *Giur. Comm.*, 1994, II, 461, nt di LUCARELLI: "L'atto di fusione, realizza un fenomeno analogo a quello della successione "in universum ius", comportando così il trasferimento dell'insieme dei rapporti giuridici facenti capo all'ente o più enti assoggettati alla fusione. All'atto di fusione deve pertanto essere allegato il certificato di destinazione urbanistica relativo agli immobili che vengono così trasferiti dalla società incorporata a quella incorporante. la mancata allegazione del certificato di destinazione urbanistica importa la nullità parziale dell'atto di fusione."

17 Prescindendo, beninteso dalle operazioni note come "bara fiscale". V., comunque, l'art. 172 d.P.R. 22 dicembre 1986, n. 917: "La fusione tra più società non costituisce realizzo né distribuzione delle plusvalenze e delle minusvalenze dei beni delle società fuse o incorporate, comprese quelle relative alle rimanenze e il valore dell'avviamento".

Emerge come l'accoglimento dell'una o dell'altra tesi non è mai stato e non è tuttora scevro di conseguenze economiche rilevanti.

La tesi della natura meramente modificativa viene modulata in sintonia colle note fiscali dell'operazione e gode del sicuro favore dei pratici, alla luce delle semplificazioni contenutistiche dell'iter procedurale che consente, come sopra accennato.

Anche in tema processuale, peraltro, consente vistose semplificazioni. Si fa riferimento alla problematica dell'interruzione del processo in cui siedo la società fusa: se si acceda alla tesi estintiva, è inevitabile concludere che il processo si interrompe e deve essere riassunto; se, viceversa, si acceda alla tesi della mera modificazione, non vi è alcuna interruzione.

La formula definitoria di fusione è latente. Il contenuto precettivo che si pretende di trarre dai pochi elementi di fattispecie dati all'interprete è nel segno di un invocato principio di continuità¹⁸.

Andrà verificata nel prosieguo l'aderenza del contenuto precettivo di siffatta definizione di fusione, su tale principio fondata, alla realtà operativa. Ed in quest'ottica la stessa polemica in ordine alla natura giuridica di fusione e scissione va svalutata. Mi sembra dare nel segno l'osservazione secondo cui "la soluzione di singole questioni è perseguibile indipendentemente dalla qualificazione che si suggerisce a livello sistematico della natura giuridica del fenomeno globalmente inteso. Inoltre, con riferimento ad un determinato problema si possono utilizzare indici e soluzioni interpretative adeguate ad uno schema riconducibile alla natura modificativa;

18 V. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, Riv. Soc., 2004, 1343 secondo la quale "non proporzionalità non significa affatto discrezionale valutazione del rapporto di cambio, cosicché la determinazione delle partecipazioni da assegnare ai soci dovrà comunque rispondere a precisi criteri al fine di non pregiudicare la complessiva posizione del socio, cioè di mantenere inalterato il valore economico della medesima e le relative condizioni di rischio. Ciò in applicazione del principio di neutralità della posizione del socio rispetto alla vicenda scissoria. Se così non fosse, la partecipazione sociale rischierebbe, questa volta con particolare evidenza, un'incrinatura profonda e non arrestabile a causa del volere arbitrario della maggioranza, risultato, questo, che né il legislatore della riforma, né il legislatore comunitario hanno mai perseguito".

mentre con riferimento ad altre vicende si rivelano più appropriati criteri di decisione corrispondenti ad un fenomeno di costituzione di società"¹⁹.

Ciò posto, si procederà nel corso del capitolo alla puntualizzazione di alcuni fondamentali concetti ed istituti propri sia della fusione sia della scissione in generale, in via propedeutica all'addentrarsi nella materia delle semplificazioni che concernono fusione e scissione, con i relativi corollari.

2 Le grandi linee della nozione di scissione.

E' stato notato che "la nozione attuale di scissione si distingue con estrema chiarezza per il suo carattere neutrale sul piano definitorio, al punto che sarebbe configurabile alla stregua di una non-definizione"²⁰. Con queste parole si esprimeva Paola Lucarelli all'indomani della riforma delle società di capitali, per proseguire individuando "il problema teorico fondamentale posto dalla scissione [nel] dover conciliare gli opposti principi della continuità e della costituzione-estinzione ritenuti nella medesima simultaneamente presenti, quello della necessità di superare la contraddizione logica attraverso un nuovo espediente teorico"²¹. Insomma, quelle che per molto tempo sono state viste come opzioni interpretative nell'alternativo sforzo di sondare il fenomeno della fusione, vengono qualificate *expressis verbis* come cifra del fenomeno scissorio, data la asserita, congiunta presenza nella scissione di precipitati propri dell'una e dell'altra teoria, a un tempo.

19 V. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, RIV. SOC., 2004, 1343 e G.B. PORTALE, *La scissione nel diritto societario italiano: casi e questioni*, Riv. soc, 2000, 481 ss.

20 LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, Riv. Soc., 2004, 1343.

21 LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, Riv. Soc., 2004, 1343.

2.1 Una molteplicità di opzioni di lettura.

Anche intorno alla natura giuridica della scissione si ritrova la pluralità di tesi già riscontrata in tema di fusione. Accanto a quella sopraesposta, che può indicarsi come tesi intermedia, si situano ai poli opposti la tesi della natura traslativa e la tesi della natura meramente modificativa.

Secondo un'opinione, rimasta oggi isolata²², la scissione avrebbe natura traslativa. Il trasferimento sarebbe il tratto costante, tanto delle operazioni di scissione totale, cui segue l'estinzione della società scissa, quanto delle scissioni parziali, in cui la scissa sopravvive.

Il legislatore discorre tuttavia di "assegnazione" e la scelta del termine non è certamente casuale, specie ove si ponga mente alla relazione ministeriale alla riforma delle società di capitali²³. L'*intentio legis* pare anzi scopertamente nel senso di sconfessare un'interpretazione, quella della natura traslativa, precedentemente difesa dai citati autori.

La tesi traslativa parrebbe trovare un addentellato nel testo della direttiva scissioni (Sesta direttiva comunitaria), il cui art. 2 qualifica scissione "l'operazione con la quale una società, tramite uno

22 BELVISO, *La fattispecie della scissione*, *Giur. comm.*, 1993, I, 525 ss.; MAGRI, *Natura ed effetti delle scissioni societarie: profili civilistici*, *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1999, 41 ss.; PICCIAU, *Scissione di società e trasferimento d'azienda*, *Riv. soc.*, 1995, 1189 ss.; ID., *La scissione come negozio produttivo di effetti traslativi e la fattispecie del trasferimento di azienda: appunti in margine a recenti interventi della giurisprudenza e della dottrina*, *Riv. soc.*, 1999, 1413 ss.; ID., *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1029.

23 Ricorda MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, 28 ss. che "l'art. 2506 c.c., che definisce la nozione di scissione, non prevede più, come era invece disposto dal precedente art. 2504-septies c.c., che la scissione si attua mediante "trasferimento" di elementi patrimoniali della società scissa alle società beneficiarie, ma precisa che l'operazione si svolge mediante l'"assegnazione" di tali elementi patrimoniali. Che a tale mutamento terminologico si intendesse attribuire un preciso rilievo sistematico si evince dai lavori preparatori della riforma, ove si legge che: "Da un punto di vista terminologico si è ritenuto opportuno in tema di scissione caratterizzare i suoi riflessi sui beni in termini di "assegnazione" e non di "trasferimento". Ciò anche la fine di chiarire, come riconosciuto da giurisprudenza consolidata, che nell'ipotesi di scissione medesima non si applicano le regole peculiari dei trasferimenti dei singoli beni (ad esempio relative alla situazione edilizia degli immobili)".

scioglimento senza liquidazione, trasferisce a più società l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione agli azionisti della società scissa di azioni delle società beneficiarie dei conferimenti risultanti dalla scissione, in seguito denominate 'società beneficiarie'". L'art. 17 della sesta direttiva dispone inoltre, com'è noto, che "la scissione produce *ipso jure* e simultaneamente i seguenti effetti: ... c) la società scissa si estingue"²⁴.

Già si è riscontrata *supra*, a proposito della fusione, la stessa cesura definitoria tra diritto interno e nozione comunitaria. E però, "trattandosi di questione interpretativa della natura dell'istituto, le parole usate dalla direttiva non [possono] avere valore vincolante per il legislatore nazionale, ma [sono] piuttosto dirette a esemplificare talune conseguenze pratiche dell'applicazione dell'istituto e come tali [hanno] un valore meramente descrittivo"²⁵.

Viceversa, secondo la tesi attualmente maggiormente diffusa sia in dottrina che presso i pratici, la natura giuridica della scissione è, coerentemente a quanto, come si è visto, va predicandosi della fusione, quella di mera modifica statutaria; ovvero, dal punto di vista funzionale, la scissione è "mera riorganizzazione aziendale", sicché "deve ritenersi che le società risultanti dalla scissione operino in regime di piena continuità non solo economica, ma anche giuridica con

24 Vi è al riguardo una palese influenza del diritto germanico, come nota MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, 29, nt. 37: "il paragrafo 123 dell'Umwandlungsgesetz (UmwG) descrive la scissione totale (Aufspaltung) come "Auflösung ohne Abwicklung" (scioglimento senza liquidazione) a fronte di un "Übertragung" (trasferimento) ("Ein Rechtsträger (übertragender Rechtsträger) kann unter Auflösung ohne Abwicklung sein Vermögen aufspalten 1. zur Aufnahme durch gleichzeitige Übertragung der Vermögensteile jeweils als Gesamtheit auf andere bestehende Rechtsträger (übernehmende Rechtsträger) oder 2. zur Neugründung durch gleichzeitige Übertragung der Vermögensteile jeweils als Gesamtheit auf andere, von ihm dadurch gegründete neue Rechtsträger gegen Gewährung von Anteilen oder Mitgliedschaften dieser Rechtsträger an die Anteilsinhaber des übertragenden Rechtsträgers (Aufspaltung)". Coerentemente con la avversa tesi dallo stesso sostenuta, svaluta la portata precettiva del termine "assegnazione" PICCIAU, *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1033, chiamando a sostegno SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 108 ss., che attribuisce al mutamento operato nella nozione di scissione una valenza meramente terminologica.

25 MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, cit.

la società scissa: esse sono in altre parole la stessa società scissa che continua ad operare sotto altre forme"²⁶, senza che di conseguenza vi sia modo di "negar[e] che, in ipotesi di scissione totale, l'operazione determini l'estinzione della società scissa"²⁷.

2.2 Il polimorfismo funzionale e strutturale quale apertura a nuovi corollari.

Ciò detto sul piano strutturale, dal punto di vista degli interessi coinvolti si osservi quanto segue.

Ai nostri fini l'operazione di scissione è particolarmente interessante per l'estrema duttilità che essa dimostra. Risultano attingibili dalla scissione risultati di ingegneria notarile che non sono alla portata delle operazioni fusorie.

Va innanzitutto sgombrato il campo dall'equivoco di pensare in modo semplicistico alla scissione come operazione inversa alla fusione²⁸. La scissione *può essere* operazione inversa della fusione allorché miri al risultato di dividere una compagine che si ritrova congiunta in essa, ripartendo ad un tempo gli *assets* della stessa in una o più società. In altri termini, la scissione può essere intesa, a livello meramente descrittivo, come operazione inversa della fusione nella sua variante di scissione totale a favore di beneficiarie di nuova costituzione. E in quest'ipotesi - almeno nell'accezione classica del fenomeno, di scissione attuata con metodo proporzionale - avremo varie società partecipate dagli stessi soci nelle stesse proporzioni di partecipazione alla scissa.

E' tuttavia ammessa *per tabulas* una scissione non proporzionale, in cui la caratura dei soci nelle società risultanti dalla scissione (le sole

26 MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, cit.

27 MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, cit. In giurisprudenza v. Trib. Udine, 27 settembre 1994 (decr.), *Società*, 1995, 227 ss. con nota di MESSINA; Trib. Napoli, 23 luglio 1993 (decr.), *Società*, 1994, 73 ss.; Trib. Torino, 17 agosto 1996, *Società*, 1997, 420 ss.

28 Sul presupposto della specularità della scissione alla fusione si sviluppa Trib. Napoli, 23 luglio 1993 (decr.), *Società*, 1994, 73 ss.

beneficiarie, o le beneficiarie e la scissa nel caso di scissione parziale) non è la medesima preesistente all'interno della società scissa (scissioni non proporzionali e scissioni "asimmetriche", di cui si avrà modo di parlare in seguito).

Ma il carattere di operazione inversa alla fusione è destinato a scomparire del tutto nei casi in cui la scissione operi a favore di una o più beneficiarie preesistenti, le quali giocano quel ruolo che, in ambito fusorio, è proprio della incorporante. Avremo in consimili ipotesi una compagine sociale della beneficiaria che tenterà di massimizzare la propria caratura nella stessa, comprimendo per quanto possibile la partecipazione dei soci subingredienti in virtù dell'apporto proveniente dalla scissa. In questa seconda serie di ipotesi non è chi non veda come i problemi cui la scissione mette conto sono del tutto analoghi a quelli di una fusione.

In definitiva occorre restar paghi della notazione per cui "l'unica caratteristica indefettibile della scissione, quale risultante dal complesso delle norme positive, [può] ravvisarsi nella sussistenza di un *processo di riorganizzazione aziendale che, incidendo sulla compagine sociale e/o sulla composizione del patrimonio sociale, coinvolga almeno una società e dal quale risultino almeno due società*"²⁹.

29 MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, 13. Per la tesi della natura di mera modificazione statutaria, che oggi fa macchia d'olio, v. SIMONETTO, *Osservazioni sul progetto di direttiva sulla fusione di società per azioni*, *Riv. soc.*, 1978, 812; ID., *Scissione di società*, in *Arch. civ.*, 1987, I, 577; FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, *Giur. comm.*, 1991, I, 1065 ss.; PAOLINI, *Scissione di società*, cit., 844 ss.; Galgano, *Scissione di società*, *Vita not.*, 1992, 503 ss.; ID., *Diritto civile e commerciale*, III, 2, Padova, 1999, 523 ss.; MAUGERI, *L'introduzione della scissione di società nell'ordinamento italiano: prime note sull'attuazione della VI direttiva CEE*, in *Giur. comm.*, 1992, I, 775; CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione di società*, cit., 31 ss.; LAURINI, *La scissione di società*, *Riv. soc.*, 1992, II, 954; AFFERNI, *La nuova disciplina delle fusioni e delle scissioni di società*, *Corr. giur.*, 1992, 408; SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994, 204; IRRERA, *Scissione delle società*, in *Dig. it. Disc. Priv.*, sez. comm., XIII, Torino, 1996, 269. Nello stesso senso COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.A.15 - (APPLICABILITÀ DELLE NORME DETTATE IN MATERIA DI TRASFERIMENTO DI IMMOBILI ALLE FUSIONI O SCISSIONI DI SOCIETÀ) "La riforma del diritto societario ha definitivamente confermato la non riconducibilità ai negozi traslativi delle operazioni di fusione o scissione societaria. È stato infatti abrogato l'unico riferimento testuale ai negozi traslativi contenuto nella vecchia formulazione dell'art. 2504 septies c.c., il quale, definendo la scissione, affermava che la stessa "si esegue mediante trasferimento dell'intero suo patrimonio ...". La nuova definizione della scissione, contenuta nell'art. 2506 c.c., afferma ora più

3 Una macro-nozione di operazione straordinaria?

Fusione, scissione³⁰. Mere modifiche della forma-struttura dell'organizzazione economica. A chi rammenti la lezione di Ferro-Luzzi, che incentra il *proprium* della vicenda straordinaria nella vicenda riorganizzativa societaria³¹, non può sfuggire come la disciplina normativa si lasci apprezzare per una lontananza da preoccupazioni di tipo definitorio ed anzi una propensione a disciplinare analiticamente le diverse tipologie di problemi che si possono presentare nelle operazioni *lato sensu* riorganizzative.

correttamente che "con la scissione un società assegna l'intero suo patrimonio...". Invero le fusioni o scissioni, totali o parziali, proprie o improprie, proporzionali o non proporzionali, sono sempre configurabili come negozi che hanno quale oggetto i soggetti società coinvolti, i cui assetti vengono ridefiniti, e non anche i loro patrimoni; risolvendosi in vicende meramente evolutive e modificative degli stessi soggetti, che conservano la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo (confr. Cass. Sez. Un. 8 febbraio 2006, n. 2637). Stante quanto sopra non è mai possibile individuare in dette fattispecie un soggetto alienante ed uno acquirente. Si può quindi affermare che per gli atti di fusione o scissione aventi ad oggetto società titolari di immobili: - non è dovuta alcuna garanzia per evizione; - non sono esercitabili le prelazioni legali: agraria, urbana, storico-artistica; - non vi è alcun obbligo di trascrizione nei registri immobiliari; - non trovano applicazione le norme urbanistiche circa la commerciabilità degli immobili: dichiarazioni o allegazioni ex lege 47/85 e successive modifiche e integrazioni". La sentenza citata nella massima è leggibile, tra le molte, in *Le Società*, 2006, 459, con nota di DI MUNDO, *Effetti processuali della fusione: le Sezioni unite pongono fine all'interruzione dei processi civili*.

30 PORTALE, *Scissione parziale di società per azioni a favore della "controllante" totalitaria: questioni*, *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1998, 362 cita D'ALESSANDRO, *La scissione delle società*, *Riv. not.*, 1990, 875, "il quale - parlando della scissione in società preesistenti, dopo avere detto che in questo caso si ha, "in un certo modo e in un certo senso", una fusione parziale - ricorda che, per siffatte ipotesi, "i francesi usano l'espressione "fusione-scissione", la quale coglie bene... la contiguità delle due figure e la natura del fenomeno che, osservato dall'angolo visionale della c.d. società beneficiaria, è qui vicinissima in effetti ad una incorporazione": questo riconoscimento è importante, provenendo dal Presidente della Commissione che ha attuato la Direttiva comunitaria sulla scissione (sesta Direttiva: 82/891/CEE)".

31 FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976, com'è noto, ricostruisce il fenomeno societario come attività organizzata oggettivamente, da interpretarsi secondo uno schema che fa perno non sul soggetto, bensì sull'attività oggettivamente considerata, e che in funzione della stessa attività aggrega i beni e i comportamenti; V. nella specie FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, *Giur. comm.*, 1991, I, 1065 ss.

3.1 La recezione della direttiva scissioni.

La vicenda della scissione e del suo recepimento nel diritto italiano è istruttiva in questo senso.

La direttiva europea è incentrata sulla scissione delle società azionarie e, all'interno di essa, alla scissione totale³².

Ma nel recepimento della direttiva, il legislatore ha plasmato uno schema sostanzialmente duttile col quale si possono realizzare, oltre a fenomeni di disaggregazione aziendale, anche o in luogo degli stessi, operazioni di parziale o totale separazione della compagine sociale, o addirittura una diversa redistribuzione delle partecipazioni dei soci non soltanto nelle società beneficiarie della scissione, ma financo nella stessa scissa³³.

32 La scissione totale a favore di beneficiaria preesistente è definita dall'art. 2 della VI direttiva comunitaria come "scissione mediante incorporazione": "l'operazione con la quale una società, tramite uno scioglimento senza liquidazione, trasferisce a più società l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione agli azionisti della società scissa di azioni delle società beneficiarie dei conferimenti risultanti dalla scissione, in seguito denominate "società beneficiarie", e eventualmente di un conguaglio in denaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni attribuite o, in mancanza di valore nominale, del loro equivalente contabile". L'art. 21 si occupa della "scissione mediante costituzione di nuove società": "l'operazione con la quale una società, tramite il suo scioglimento senza liquidazione, trasferisce a più società di nuova costituzione l'intero patrimonio attivo e passivo mediante l'attribuzione agli azionisti della società scissa di azioni delle società beneficiarie e, eventualmente, di un conguaglio in danaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni attribuite o, in mancanza di valore nominale, del loro equivalente contabile". La scissione parziale è contemplata, per mero rinvio, all'art. 25 della VI direttiva: "Quando la legislazione di uno Stato membro permette una delle operazioni di cui all'articolo 1, senza che la società scissa si estingua, sono applicabili i capitoli I, II e III, salvo l'articolo 17, paragrafo 1, lettera c)".

33 *Massime della Commissione per la elaborazione di principi uniformi in tema di società istituita presso il Consiglio Notarile di Milano* (massima XVI): "Malgrado le difficoltà incontrate dalla dottrina nella ricostruzione della nozione di scissione, non può non riconoscersi che la nozione di scissione è più ampia di quella che si desumerebbe da una lettura meramente letterale e quindi restrittiva dell'art. 2504-*septies* c.c. Tale norma infatti disciplina le forme di scissione, ma non eleva ad elementi imprescindibili della fattispecie l'assegnazione delle azioni o quote della o delle beneficiarie a tutti i soci della scissa e comunque non esclude che la beneficiaria possa anche essere socia della scissa essendo sufficiente che il trasferimento effettuato dalla scissa alla beneficiaria comunque "profitti" ai soci della prima. Così come dalla lettera dell'art. 2498 c.c., che regola la sola trasformazione c.d. progressiva, non si è dedotta l'illiceità della trasformazione regressiva, così dalla lettera dell'art. 2504-*septies* c.c. non può desumersi che, in assenza di una attribuzione di azioni o di quote a tutti i soci della scissa, non sia possibile parlare di scissione. Il legislatore, con gli istituti della fusione e della scissione, ha, infatti, voluto favorire e semplificare il più possibile le

Si aggiunga che non esiste, nel nostro ordinamento, una nozione restrittiva di scissione, diversamente da altri ordinamenti³⁴. Il polimorfismo strutturale fa eco al polimorfismo funzionale³⁵. E dal polimorfismo (scissorio) all'equipollenza (della scissione alla fusione e ai suoi effetti) la via può essere breve. I pratici hanno ben messo in luce come gli stessi effetti (immediati), talvolta, possano essere raggiunti indifferentemente con una fusione o una scissione, fatta salva, beninteso, la diversione di conseguenze ulteriori in tema di responsabilità³⁶ delle società coinvolte nell'operazione.

Da ciò segue che "fusione e scissione non rappresentano istituti rigidamente separati dal punto di vista concettuale, ma è ben possibile che la scissione possa, in presenza di determinate condizioni,

riorganizzazioni societarie basate su aggregazioni e disaggregazioni del o dei patrimoni sociali con possibilità di dividere la compagine sociale: la recente legge delega per la riforma delle società è chiaramente indicativa di una linea evolutiva tuttora in atto".

34 MAGLIULO, *op cit.*, che cita in nt 17 il § 1, secondo comma, *Umwandlungsgesetz (UmwG)*, secondo cui "Eine Umwandlung im Sinne des Absatzes 1 ist außer in den in diesem Gesetz geregelten Fällen nur möglich, wenn sie durch ein anderes Bundesgesetz oder ein Landesgesetz ausdrücklich vorgesehen ist". Vale a dire "Una ristrutturazione ai sensi del paragrafo 1, è, salvo che nei casi disciplinati dalla presente legge possibile, solo se è espressamente prevista da una legge federale o da una legge dello Stato".

35 Tratto esaltato da tutti i commentatori della fattispecie scissoria. V. D'ALESSANDRO, *La scissione delle società*, *Riv. dir. imp.*, 1991, 15; PORTALE, *La scissione nel diritto societario italiano: casi e questioni*, *Riv. soc.*, 2000, 480; SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 14 ss.; PICCIAU, *Commento all'art. 2506*, cit., 1058; PICONE, *Commento all'art. 2506-bis*, cit., 1079; MORANO, *La scissione non proporzionale*, cit.; FIORI, *Le scissioni nell'economia e nei bilanci delle aziende*, Milano, 1995, 61 ss.; CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici e tributari*, Milano, 1996, 393 ss.; PEROTTA, *La scissione*, in PEROTTA - GAREGNANI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 1999; SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 64 ss.

36 COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.E.3: "Si ritiene legittimo adottare una fusione inversa anche nel caso in cui la società incorporata sia a sua volta detenuta da una o più società, nonostante in questa ipotesi le assegnazioni patrimoniali che si verificano al termine dell'operazione siano analoghe a quelle di una scissione totale. Così ad esempio se la società "A" detiene l'intero capitale della società "B", che a sua volta detiene l'intero capitale della società "C", le assegnazioni patrimoniali che si verificano al termine di un'operazione di fusione inversa in cui "B" venga incorporata in "C" (con conseguente assegnazione delle partecipazioni in quest'ultima detenute ai soci di "B", e quindi alla società "A"), sono gli stessi che conseguono ad una scissione totale di "B" attuata mediante trasferimento della parte del suo patrimonio costituito dalla partecipazione in "C" ad "A" e della residua parte a "C". In tali casi si ritiene legittimo ricorrere liberamente all'uno o all'altro schema negoziale, anche se quello della fusione inversa non è espressamente disciplinato da norme positive".

condividere in parte le medesime funzioni ed i medesimi effetti della fusione, comportando anche effetti aggregativi del patrimonio delle società partecipanti all'operazione.

Nella misura in cui ciò accada, ed in particolare in ipotesi di scissione a favore di beneficiarie preesistenti, la scissione integra anche un fenomeno di tipo fusorio, al quale dunque si devono applicare, in via diretta e non in via analogica, le norme sulla fusione, indipendentemente dal fatto che esse siano espressamente richiamate dalle disposizioni sulla scissione"³⁷.

Le stesse direttive europee "fusioni" e "scissioni" offrono più di un argomento in tale direzione. Si allude, rispettivamente, agli artt. 30 della Terza direttiva e 24 della Sesta direttiva, i quali consentono agli stati membri di rendere fruibili le operazioni di fusioni e scissioni anche nei casi in cui il conguaglio in contanti che scaturisca dall'applicazione del rapporto di cambio valichi la soglia (comunitaria) del 10% del valore delle azioni o delle quote assegnate. Vale a dire, anche per operazioni che fuoriescono dal ristretto perimetro concettuale delle nozioni comunitarie di fusione e scissione. Gli stati membri sono inoltre facoltizzati all'applicazione dello schema fusorio o scissorio anche laddove l'operazione non preveda l'estinzione della incorporata o della scissa (artt. 31 Terza dir. e 25 Sesta dir.)³⁸.

Si potranno così individuare problemi comuni e soluzioni che talvolta divergono e talaltra convergono, ma sopra tutto tentare una rivisitazione critica di ogni nozione prescrittiva che imponga un determinato tipo di soluzione rannodandosi a una - come si è visto, allo stato indimostrata - natura giuridica in un senso o nell'altro del fenomeno riorganizzativo.

37 MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012, cit., 93-94.

38 V. diffusamente sui limiti al conguaglio in denaro il prossimo capitolo e v. per i rilievi di diritto comunitario LA MARCA, *La fusione e la scissione delle società*, in Cassottana - Nuzzo, *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006, 141 ss.

4 Il "dogma della continuità".

Su un punto le varie ricostruzioni teoriche delle operazioni straordinarie prese in rassegna paiono convergere. Con la fusione e la scissione si modificherebbero le regole di produzione dell'attività, giammai la misura della partecipazione d'ognuno all'impresa comune. "E' la continuità il valore che la scissione esprime anche in ordine alla partecipazione all'attività"³⁹.

39 LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999, 286, che ivi aggiunge, nt. 154: "Ciò vale a prescindere dalla diversità delle forme di scissione previste dalla legge. Anche nella scissione non proporzionale, infatti, nella quale la vicenda sembra riflettersi più da vicino sulla economia individuale del socio, non si realizza affatto la soluzione della continuità nella partecipazione all'attività. [...] Una ulteriore conferma delle nostre osservazioni emergerà procedendo nell'analisi della disciplina positiva. Infatti, a proposito dell'opzione che, ai sensi dell'art. 2504-octies c.c., deve essere accordata al socio che intenda partecipare in misura proporzionale alle beneficiarie, il ragionamento conduce a privilegiare ancora una volta la continuità della partecipazione quale effetto della scissione." E v. anche EAD., *op ult. cit.*, 298: "Configurata la scissione come modifica delle regole di produzione dell'attività, è opportuno sottolineare ancora una volta che il nostro ordinamento ammette tale vicenda, che utilizza gli strumenti formali della costituzione ed estinzione di società (cioè ammette che si realizzi sul piano meramente organizzativo), purché ciò avvenga nel rispetto dell'interesse dei soci (oltre che dei creditori) alla continuità della propria posizione". L'Autrice in commento offre una lettura secondo la quale il principio di congruità del rapporto di cambio (con i suoi presidi: relazione dell'organo amministrativo e degli esperti) sarebbe funzionale a garantire che l'operazione straordinaria si svolga in ossequio al principio di continuità. E però, la continuità delle posizioni soggettive dell'azionista può pacificamente trovare smentita allorquando l'interesse della società lo esiga, basti pensare all'aumento di capitale con sacrificio del diritto di opzione. E' poi appena il caso di notare, ma sul punto v. diffusamente *infra*, che in occasione della riforma delle società di capitali è stato eliminato tale veto del socio in sede di scissione, cui sopra si faceva riferimento, veto consacrato dalla facoltà inderogabilmente concessagli di optare per la partecipazione proporzionale, anzi esso è oggi sostituito da un *diritto di fare acquistare la propria partecipazione* (v. art. 2506-bis comma 4 c.c.); il che non è certo privo di rilievo sistematico per la ricostruzione del principio che ci affatica. Tuttavia, anche dopo la riforma delle società di capitali la sopracitata Autrice non ha mutato opinione: "In tal caso si comprende che la maggioranza che decide la scissione può modificare la precedente proporzionalità assumendosi il rischio dell'eventuale disinvestimento da parte dei soci dissenzienti. È chiaro che la scissione può divenire, dunque, uno strumento diretto a produrre l'allontanamento o la riduzione del peso corporativo di soci di minoranza. Una vicenda che, per tali motivi, deve essere considerata con la massima attenzione ai profili di tutela degli interessi a rischio, alla individuazione di possibili pratiche di abuso della maggioranza a danno della minoranza. È, peraltro, il caso di osservare che pure in presenza di una tale scelta, non proporzionalità non significa affatto discrezionale valutazione del rapporto di cambio, cosicché la determinazione delle partecipazioni da assegnare ai soci dovrà comunque rispondere a precisi criteri al fine di non pregiudicare la complessiva posizione del socio, cioè di mantenere inalterato il valore economico della medesima e le relative condizioni di rischio. *Ciò in applicazione del principio di neutralità della posizione del socio rispetto alla vicenda scissoria.*". (Enfasi mia)

"La fusione di società dovrà considerarsi giuridicamente inesistente quando non ne sussista la causa: la quale va a mio avviso individuata nella perfetta compenetrazione (salvi i casi di recesso [...]) di due o più gruppi sociali e nella continuazione quindi dei rapporti di partecipazione - eventualmente modificati - in un organismo più ampio"⁴⁰.

"La disciplina della scissione [...] riflette prima di tutto la neutralità della vicenda rispetto alle singole partecipazioni dei soci"⁴¹.

4.1 *L'ascendenza del principio di continuità dalle vicende trasformative degli enti.*

L'asserito principio di continuità contraddistingue senza dubbio alcuno la vicenda trasformativa di un ente. In seno alla trasformazione, in linea di principio, l'ente risultante dall'operazione prosegue in tutti i rapporti facenti capo alla società trasformata, senza soluzione di continuità. Ciò che vale senz'altro, purché si resti all'interno di vicende puramente societarie (si intende, trasformazioni omogenee, regressive o progressive), mentre riesce più difficoltoso predicare per una vicenda estrema quale la trasformazione (di società in) comunione d'azienda, a meno di non voler invocare, come pure autorevolmente si è fatto, l'*Über-Begriff* della continuità nel senso di *consecuzione della qualificazione* di un certo novero di rapporti facenti capo all'ente trasformando⁴². Del resto, senza voler appuntare l'attenzione sulle propaggini estreme del concetto di trasformazione, vale a dire, le trasformazioni cosiddette eterogenee, resta che quello di continuità possa sì valere come principio cui uniformare la prospettazione dell'operazione, ma anche che, per un verso, in alcuni

LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Riv. Soc.*, 2004, 1343.

⁴⁰ SCOGNAMIGLIO, *Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione*, *Riv. dir. comm.*, 1992, 1049.

⁴¹ LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999, 288.

⁴² MALTONI, in TASSINARI, MALTONI, *La trasformazione*, Milano, 2011, *passim*.

casi, proprio al fine di dare voce al principio predetto, è immanente nella decisione un alto tasso di "negozialità" tra i soci protagonisti; e per altro, che in omaggio alla negozialità da ultimo evocata gli stessi soci ben possano, nei reciproci rapporti, superare una stretta continuità.

Esempi del primo tipo si reperiscono ogni qual volta sorga la necessità di replicare nella società trasformata un assetto informato a particolari diritti di questo o quel socio nella società trasformanda, ove il tipo di destinazione (s.p.a., ad esempio) non contempa tali particolari diritti. Consentaneamente al principio di continuità potranno essere distribuite azioni in misura non strettamente proporzionale alla ripartizione di quote nella società preesistente, proprio al fine di attribuire al titolare di tali particolari diritti un peso amministrativo e/o patrimoniale conforme a quello che precedente aveva. Oppure i soci, sia pure in virtù di esigenze esterne alla società, inerenti la regolamentazione di reciproci rapporti tra gli stessi, possono *sic et simpliciter* ripartire le nuove partecipazioni in proporzioni diverse dal reciproco *status quo ante*⁴³.

4.2 La continuità quale corollario della tesi della natura meramente modificativa delle operazioni straordinarie.

In sede di trasformazione si origina il principio di continuità nella operazione modificativa. A tale principio si conferisce un'estensione tale da permeare l'intero ambito delle operazioni straordinarie. In via di giustificazione di tale vigenza si adduce una consequenzialità di tale principio alla tesi che individua in fusione e scissione delle mere modifiche statutarie. Il ragionamento è pressoché il seguente: se con la fusione e con la scissione non si verificano fenomeni di natura successoria né di natura traslativa, bensì di mera modifica statutaria, mercé i quali gli statuti delle società coinvolte finiscono per coincidere

43 MALTONI, in TASSINARI, MALTONI, *La trasformazione*, Milano, 2011, *passim*.

in unum (nella fusione: vale a dire, finiscono per coincidere nell'unico statuto superstite, sia esso lo statuto della incorporante o della società di nuova costituzione) od *in plura* (nella scissione: vale a dire, gli statuti delle società risultanti all'esito della scissione), allora ciò implica che le società non cessino d'esistere ma continuino, sia pure in strutture e/o forme (si pensi alle fusioni eterogenee) diverse.

Ora, la continuità delle operazioni straordinarie si può predicare in un triplice senso. Continuità dal punto di vista degli enti: gli enti fondenti o l'ente scisso non si estinguono ma proseguono la loro vita in forme nuove; continuità dal punto di vista delle attività: le attività svolte dalle società fondende sono proseguite dalla società incorporante o risultante dalla fusione; continuità dal punto di vista dei soci (delle società fuse o della scissa): i soci al termine dell'operazione dovrebbero conservare nei reciproci rapporti partecipazioni pari a quelle precedentemente detenute. Vi è poi un'accezione contabile di continuità, sulla quale si avrà modo di intrattenersi a breve: fusione e scissione dovrebbero avvenire in continuità di valori contabili, senza che possa farsi luogo a surrettizie rivalutazioni⁴⁴ dei patrimoni delle società coinvolte nelle operazioni.

Sulla valenza del principio di continuità nella prima accezione elencata non vi sono dubbi, sia che si acceda alla tesi della natura di successione universale della fusione sia che si acceda alla tesi della mera modifica statutaria.

Venendo alla seconda accezione, allorquando si intenda il concetto di continuità come continuità delle attività esercitate, ci si dovrebbe chiedere: potrà dirsi che vi è continuità se una società che ha per soci A e B operante nei settori "a" e "b" si scinda totalmente a favore di Alfa e Beta di nuova costituzione, che avranno rispettivamente per soci A e B e si occuperanno rispettivamente delle attività "a" e "b"? Nel complesso dell'operazione vi sarà continuità, ma se si esamina la situazione da una prospettiva *bottom up*, pare a chi scrive che emerga al contrario un forte segnale di discontinuità. L'operazione di

⁴⁴ V. *amplius infra* e v. PICONE, *Commento all'art. 2506-bis*, cit., 1171 ss.

scissione anzi verrebbe fatta proprio per separare le compagini sociali e le diverse attività che formavano il composito oggetto sociale della preesistente unica società.

Veniamo alla terza accezione. Che la fusione, che la scissione, dal punto di vista della partecipazione sociale dei soci coinvolti siano improntate al principio di continuità può voler significare, in un primo senso, che la posizione sociale preesistente nella società fusa o nella scissa è sufficiente a giustificare e qualificare lo stato di socio nella incorporante o nelle beneficiarie⁴⁵.

E però, in una seconda più pregnante accezione, continuità può voler significare che ai soci, per effetto della fusione o della scissione debbano essere assegnate, salvo eccezioni, nuove partecipazioni del valore corrispondente a quelle che detenevano nella società fondenda o nella scissa. Significa pertanto che i soci debbano conservare la medesima caratura che caratterizzava gli antecedenti, reciproci rapporti di forza. Nella formalizzazione più estrema della teoria in commento, la continuità si fa addirittura baricentro della valutazione di congruità che gli organi amministrativi debbono compiere al fine di determinare il rapporto di cambio: un rapporto di cambio sarà considerabile come congruo se abbia per effetto quello di determinare una mera sostituzione di partecipazioni⁴⁶.

4.3 Possibile obiezione e rettifica del concetto di continuità.

45 PICCIAU, *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1039; MAUGERI, *L'introduzione della scissione di società nell'ordinamento italiano: prime note sull'attuazione della VI direttiva CEE*, 755, nt. 28; CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione*, 34, nt. 66; Trib. Udine, 27 settembre 1994 (decr.), *Società*, 1995, 227.

46 V. LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999, 296: "L'ordinamento, infatti, pur dovendo accettare l'elasticità e la variabilità di valutazione delle società partecipanti, ha imposto alla relativa attività un preciso limite, quello corrispondente al *principio di congruità*. Porre in relazione la congruità con il processo di valutazione [...] chiarisce una volta per tutte che l'obbligo di rispettare tale principio è concepito prima di tutto con riferimento all'attività di competenza degli amministratori: la scelta dei criteri e l'applicazione di questi [...] *deve risultare congrua in relazione ad una mera sostituzione di partecipazioni*". Enfasi mia.

Tale modo di ragionare sconta una palmare obiezione in ambito scissorio. L'art. 2506-bis c.c. recita al quarto comma che "qualora il progetto (di scissione) preveda una attribuzione delle partecipazioni ai soci non proporzionale alla loro quota di partecipazione originaria, il progetto medesimo deve prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto".

Emerge *per tabulas* la possibilità di attuare una scissione che non sia per tutti o per taluno dei soci esattamente proporzionale; e deve aggiungersi che, se prima della riforma del diritto societario il socio coinvolto dall'assegnazione non proporzionale poteva vantare un veto al riguardo, poiché la legge gli consentiva di optare ed ottenere la riconduzione della vicenda alla proporzionalità, la riforma ha fatto giustizia di tale diritto⁴⁷, consegnando al socio deluso una mera compensazione monetaria. E' inoltre possibile (art. 2506 comma 2 c.c.) spingere la non proporzionalità sino a rendere la scissione "asimmetrica"; purché soccorra il consenso unanime, nel senso in cui si vedrà oltre, può addivenirsi ad una scissione senza attribuzione ad alcuni soci della scissa di partecipazioni nelle beneficiarie.⁴⁸ Si sfocia insomma nell'esclusione di alcuni soci dalla distribuzione di partecipazioni nella beneficiaria⁴⁹.

In questo senso parrebbe più corretto parlare di neutralità *in senso*

47 Ricorda infatti PICONE, *Commento all'art. 2506-bis*, cit., 1126, nt. 131 come "nella precedente disciplina, [...] il socio dissenziente all'attribuzione non proporzionale aveva il diritto di ottenere che la propria partecipazione fosse proporzionale: in tal caso egli veniva trattato proporzionalmente (mentre gli altri socio, non dissenzienti, mantenevano la propria partecipazione "non proporzionale", salvo per quanto concerneva la quota che il socio minoritario dissenziente aveva diritto di ottenere)".

48 SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit. 36; PICONE, *Commento all'art. 2506-bis*, cit., 1098 ss.

49 SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit. 26, secondo la quale "non pare tuttavia che il dato dell'assegnazione non proporzionale delle partecipazioni valga ad alterare i connotati essenziali e caratterizzanti del nostro istituto: più precisamente, i profili oggettivi e patrimoniali della scissione non proporzionale risultano omogenei rispetto a quelli della scissione proporzionale; la diversità tra le due forme attiene al (e incide sul) profilo soggettivo, ai rapporti tra i soci ed all'assetto reciproco di tali rapporti, che indubbiamente muta a seguito dell'adozione di un criterio non proporzionale di assegnazione delle partecipazioni".

economico della fusione e della scissione⁵⁰, in luogo di un (ambiguo) principio di continuità; il che pare incontrovertibile, se è vero, come è vero, che fusione e scissione sono operazioni meramente modificative la cui causa non è mai traslativa. Affermare la neutralità significa sostenere semplicemente che l'operazione straordinaria non può costituire un'occasione per attuare un surrettizio trasferimento di ricchezza tra soci⁵¹.

La conclusione rimane ferma anche alla luce della migliore interpretazione meritata dalla norma che consente la scissione c.d. "asimmetrica"⁵² (art. 2506 comma 2 secondo periodo). Ci si limita ad anticipare⁵³ che non è del tutto da escludersi che simile operazione possa cifrare una vicenda traslativa ma, ed è questo il punto, è ivi normativamente richiesto il consenso del singolo socio per il quale l'operazione si realizza non già con il concambio, bensì con l'assegnazione di partecipazioni nella scissa.

4.4. *La continuità di valori contabili. Il problema del trattamento del disavanzo da annullamento e da concambio.*

Anche a livello contabile il principio di continuità dei valori, che storicamente trova espressione nel *pooling of interest method* (principio

50 PICONE, *Commento all'art. 2506-bis, cit.*, 1084 e 1124-1125.

51 Cfr. in tal senso COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.D.1 - (ESSENZIALITÀ DELLA SUSSISTENZA FORMALE DI UN RAPPORTO DI CAMBIO CONGRUO E DEROGHE AI PROCEDIMENTI DI FUSIONE O SCISSIONE - 1° pubbl. 9/08) "Le eventuali deroghe ai procedimenti di fusione e scissione (ad esempio: rinuncia alle situazioni patrimoniali, alle relazioni degli amministratori e/o degli esperti) non possono essere formalmente giustificate dalla volontà di porre in essere un rapporto di cambio non congruo. Le fusioni e le scissioni si differenziano da tutte le altre operazioni di aggregazione o disgregazione di società (delle loro aziende o patrimoni) per la loro formale neutralità nei confronti dei soci. Dal punto di vista dogmatico le stesse integrano delle vicende evolutive delle società coinvolte e non anche dei trasferimenti di ricchezza tra soci", enfasi mia. O, come plasticamente si esprime LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999, 297, "rimettere al potere [degli amministratori] la decisione in ordine alle mutazioni sostanziali della partecipazione sociale".

52 NOTARI, *La scissione non proporzionale con concambio di tutte le azioni di alcuni soci della società scissa*, *Riv. dir. comm.*, 2009, 798 ss.

53 Su cui v. *amplius infra* § 6.

della conservazione dei dati contabili), appare di recente messo sotto scacco.

Anticipando quanto si avrà modo di approfondire *infra*, va detto che, tanto nella fusione quanto nella scissione, può accadere che il rapporto di cambio sia determinato negozialmente tra le compagini di soci coinvolte in modo tale che l'incorporante non trovi nel proprio patrimonio sufficienti risorse per soddisfarlo. Se, per stare ad una ipotesi operativamente semplice, si intende realizzare la fusione con un aumento di capitale a servizio del rapporto di cambio, occorre che le poste da imputare a capitale siano attingibili quanto meno dal netto patrimoniale. Se però tale poste non si rinvergono a bilancio, *quid juris?* Grave errore concettuale sarebbe il concludere che la fusione non sia attuabile in quei termini. Il rapporto di cambio, purché liberamente formato, è frutto di negoziazione e non è sindacabile nel merito; per altro, un aumento di capitale a servizio della fusione, che un tale rapporto di cambio in ipotesi esigerebbe, non è *essentiale*, sibbene appartiene agli *accidentalium negotiorum* dell'operazione straordinaria, come già brillantemente dimostrato in epoca non recente da Di Sabato⁵⁴. Il rapporto di cambio potrebbe infatti soddisfarsi con una attribuzione di azioni proprie, o con una redistribuzione delle partecipazioni esistenti; o addirittura con una riduzione mirata.

Nell'impostazione contabile tradizionale l'art. 2504-bis, comma 4, primo periodo, c.c., secondo cui nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima non presenta margini di dubbio interpretativo. Facendo leva sul principio evincibile dall'art. 2423-bis, ult. comma c.c., nel primo bilancio successivo, la società beneficiaria, dovendo ricevere le attività e le passività fuse/scisse ai medesimi saldi rilevabili dalla contabilità della società fusa/scissa, non può modificarli per adeguarli al loro valore venale; "di conseguenza, la società beneficiaria, per effetto della attribuzione di un patrimonio (anche se solo contabilmente)

54 DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1990, *passim*.

negativo, dovrebbe essere tenuta a fronteggiare tale "perdita da riorganizzazione" mediante una speculare riduzione del proprio patrimonio netto"⁵⁵. Pertanto nell'ottica tradizionale "il principio di continuità dei valori contabili [...] rende praticamente impossibile l'emersione di avanzi e disavanzi (da concambio)"⁵⁶, cosicché il dettato dell'art. 2504 bis, comma 4 c.c. (che consente la rivalutazione delle poste contabili a copertura del disavanzo o l'accensione di apposita riserva a fronte dell'emersione di un avanzo), andrebbe riferito solamente agli avanzi/disavanzi *da annullamento*: "se, ai fini del concambio, ad alcuni beni della scissa assegnati alla preesistente beneficiaria deve essere attribuito un valore superiore a quello di iscrizione nella contabilità della società scissa, tale plusvalenza (benché, appunto, rilevante ai fini del concambio) non potrà essere iscritta nel bilancio post-scissione della società beneficiaria: correlativamente, l'aumento di capitale (più eventuale sovrapprezzo) della beneficiaria, conseguente al trasferimento dei beni della scissa, non potrà essere superiore alla sommatoria dei valori di iscrizione dei beni (al netto dei debiti) nella contabilità della scissa (c.d. 'valore di carico'); con la conseguenza che potrebbe rendersi necessario il provvedere in altro modo alla corretta attribuzione del concambio"⁵⁷.

Nel medesimo senso la massima L.E.9 del Comitato Notarile Triveneto⁵⁸.

55 BUSANI - FEDI, *La relazione di stima nella scissione*, *Le Società*, 2015, 9.

56 SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., 313. Cfr. pure PICONE, *sub art. 2506 bis, Progetto di scissione*, in Bianchi (a cura di), *Trasformazione - Fusione - Scissione*, artt. 2498 - 2506-*qua-ter*, Milano, 2006, 1087, secondo il quale "la società beneficiaria dovrà procedere alla copertura del patrimonio netto (negativo) ad essa trasferito, con riserve (o, eventualmente, con una corrispondente riduzione di capitale [...])".

57 SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, cit., *ibidem*.

58 "La previsione contenuta nell'art. 2504 bis, comma 4, c.c. (richiamata per la scissione dall'art. 2506-*quater*, comma 1, ultimo periodo, c.c.), nella parte in cui disciplina l'appostamento di eventuali disavanzi o avanzi di fusione o scissione, è volta esclusivamente a dettare un principio contabile e non anche a consentire che una di tali operazioni possa essere posta in essere con modalità che contemplino una rivalutazione o svalutazione di poste di bilancio, ovvero la creazione di nuove poste (avviamento), in deroga alle regole sostanziali del diritto societario. Si ritiene pertanto che gli annullamenti di partecipazioni e le variazioni del capitale (a servizio o meno del concambio) non possano essere realizzati nell'ambito di una fusione o scissione se non nei limiti imposti dallo specifico procedimento nei quali sono inclusi e nell'integrale rispetto di tutte le norme positive che ordinariamente li disciplinano".

Tuttavia risulta vieppiù rappresentata l'opposta tesi secondo cui l'emersione di un disavanzo (da concambio) sarebbe causa sufficiente a giustificare una rivalutazione⁵⁹. Rivalutazione che si porrebbe invero

59 Il disavanzo da concambio è iscrivibile nell'attivo dello stato patrimoniale della società incorporante o beneficiaria della scissione ai sensi dell'art. 2504 bis, comma 4, secondo periodo, c.c., richiamato nella scissione dall'art. 2506 ter, secondo TAMBURINI, in *Maffei Alberti (a cura di), Il nuovo diritto delle società*, Padova, 2005, IV, 2601; ZANETTI, *Scindibilità di un patrimonio netto contabile negativo anche a favore di beneficiaria newco*, in *Fisco*, 48, 2009, 7906; ma cfr. già CARATTOZZOLO, *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e alle scissioni*, Società, 2004, 1342, secondo cui "Il disavanzo da concambio, che in sostanza è dovuto al maggior apprezzamento relativo del valore effettivo della società incorporata rispetto a quello dell'incorporante, in alcune ipotesi assume un preciso significato economico e può legittimamente essere sostituito con i maggiori valori correnti e con l'avviamento dell'incorporata; semprché essi vi siano effettivamente alla data di efficacia della fusione".

Dello stesso avviso la *Massima n. 72* del Consiglio Notarile di Milano: "Il principio della continuità dei bilanci in sede di fusione, sancito dall'art. 2504 bis, comma 4, c.c., implica che, di regola, il capitale sociale della società risultante dalla fusione non possa eccedere la somma del capitale sociale e delle riserve delle società partecipanti alla fusione. Tale assunto è peraltro suscettibile di deroga in caso di disavanzo 'da concambio', dovuto alla differenza tra il capitale sociale dell'incorporata ante fusione, e l'aumento di capitale sociale deliberato dall'incorporante a servizio della fusione, in misura necessaria per soddisfare il rapporto di cambio, qualora non vi siano sufficienti riserve (nel patrimonio netto dell'incorporata e/o dell'incorporante) per 'coprire' detta differenza. Deve infatti ritenersi consentita anche in questo caso - oltre che nell'ipotesi di disavanzo 'da annullamento', pacifica in giurisprudenza e in dottrina - l'imputazione del disavanzo da concambio 'agli elementi del- l'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dall'art. 2426, n. 6, c.c. ad avviamento', a norma dell'art. 2504 bis, comma 4, seconda frase, c.c. Tuttavia, posto che siffatta imputazione del disavanzo da concambio, a differenza di quello da annullamento, comporta la formazione ex novo di capitale sociale non coperto da valori già risultanti nelle scritture contabili e nei bilanci delle società partecipanti alla fusione, è in tal caso necessario che venga redatta anche la relazione di stima del patrimonio della società incorporata a norma dell'art. 2343 c.c.". Nello stesso senso anche la *Massima n. 6* del Consiglio Notarile di Roma del luglio 2013, *Possibilità di attuare una fusione o una scissione con rivalutazione delle poste contabili*: "Deve ritenersi ammissibile che [...] in materia di scissione omogenea tra società di capitali, l'aumento di capitale della società beneficiaria preesistente - o, in caso di scissione in favore di società di nuova costituzione, il capitale della beneficiaria - possa essere di importo superiore al valore della parte del patrimonio netto contabile della scissa assegnato alla beneficiaria. L'assunto appare sostenibile nonostante: 1) l'operatività dei criteri inderogabili di formazione del bilancio, testimoniata dall'art. 2423 bis n. 6 c.c., secondo cui 'i criteri di valutazione non possono essere modificati da un esercizio all'altro'; 2) il principio di continuità dei bilanci [...] nella scissione sancito dall'art. 2504 bis, quarto comma, c.c. Infatti non può negarsi che la rivalutazione delle poste di bilancio [...] della società scissa verrebbe nella specie effettuata (i) con le cautele poste dalla legge a presidio della effettività del capitale e (ii) nel contesto di un'operazione straordinaria implicante una rilevante riorganizzazione aziendale, senza porre pertanto problemi di comparabilità del bilancio [...] post scissione con i bilanci pregressi. In altre parole, dato che il principio di continuità dei bilanci è funzionale soprattutto alla tutela dell'integrità del capitale, quando, per le specifiche modalità dell'operazione, tale integrità non sia posta in pericolo, non vi sarebbe ragione di applicare detto principio [...]" il "legislatore considera la fusione e la scissione istituti regolati da principi propri, giustificati dalla

in tensione con il tradizionale insegnamento secondo cui, in omaggio al principio di prudenza, le rivalutazioni delle poste contabili, dopo l'iscrizione a bilancio, sono eccezionali.

Ebbene, in quest'ottica ci si domanda perché la rivalutazione, che è testualmente consentita in materia di trasformazione da società di persone a società di capitali ex art. 2500-ter c.c.⁶⁰, dovrebbe trovare ostacolo nella fusione trasformativa che coinvolga società del medesimo tipo. Se è possibile per una s.n.c. che si trasformi in s.r.l. rivalutare, e così esporre un valore patrimoniale più elevato rispetto al costo storico a cui i relativi *assets* erano stati iscritti, perché ciò non dovrebbe essere consentito ad una s.n.c. che si fonda per incorporazione in una s.r.l. preesistente? A poco varrebbe argomentare in senso negativo a partire dal particolare *favor* legislativo di cui la trasformazione gode presso il legislatore della riforma, che ne sancirebbe una pretesa eccezionalità e premialità, dettata dall'obiettivo di assecondare la migrazione dai tipi delle società personali ai tipi più evoluti delle società di capitali. Ciò per l'assorbente osservazione che gli stessi obiettivi non parrebbero venir meno nemmeno nella fusione trasformativa, che anzi unisce all'evoluzione tipologica, almeno nella normalità delle ipotesi, un rafforzamento patrimoniale. V'è di più. E' noto alla pratica che i medesimi risultati di rivalutazione a copertura del disavanzo da concambio, in tesi inottenibili, possono essere realizzati mediante un previo acquisto delle partecipazioni dai soci attuali da parte della società (futura) incorporante, con susseguente fusione per incorporazione. In queste ipotesi infatti la società (futura) incorporante iscriverebbe le partecipazioni acquistate al valore di

straordinarietà dell'operazione. Ne deriva che per coerenza sistematica la rivalutazione vietata dal principio di continuità di cui all'art. 2504 bis, quarto comma, c.c. deve ritenersi esclusivamente quella effettuata in assenza di stima redatta ex artt. 2343, 2465 c.c. - o, in quanto compatibile, ex art. 2343 ter c.c. - e non anche quella accompagnata da tale stima".

60 V. Art. 2500-ter comma 2 c.c.: "[...] Il capitale sociale della società risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo e deve risultare da relazione di stima redatta a norma dell'art. 2343 [...]".

carico, cioè per il costo storico sostenuto per l'acquisto. Per effetto della fusione, trattandosi di partecipazioni proprie, esse non potrebbero concambiare (arg. ex art. 2504-ter c.c.). Dunque la società sarebbe costretta ad annullare le partecipazioni e i relativi valori verrebbero sostituiti dal netto patrimoniale acquisito *fusionis causa*. Ma siccome, per ipotesi, tale netto patrimoniale è inferiore al costo sostenuto per l'acquisto delle partecipazioni che lo esprimevano, si crea nello stato patrimoniale una differenza negativa che ha nome disavanzo da annullamento; tale differenza va trattata secondo il disposto dell'art. 2504-bis, comma 4 c.c.: "nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili alla data di efficacia della fusione medesima; se dalla fusione emerge un disavanzo, esso deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni previste dal n. 6 dell'art. 2426, ad avviamento".

Come evidente, i risultati che per tale articolazione procedimentale si otterrebbero sono in toto sovrapponibili a quelli di una *in thesi* inammissibile rivalutazione delle poste dell'attivo alla stregua dell'emersione di un disavanzo da concambio.

Vero è che tale modo di ragionare presta il fianco all'obiezione della *fraus legi*. Se ciò che si vuole ottenere è in tesi direttamente vietato, non potrà certo annettersi pregio al tentativo di ottenerlo in via indiretta. Ciononostante il ragionamento sopra tentato ha il pregio di mostrare come non possano dirsi aberranti gli effetti (di rivalutazione) conseguiti in ragione del disavanzo da concambio, se gli stessi effetti paiono ammessi *per tabulas* a copertura di un disavanzo che proviene dall'annullamento delle partecipazioni. La breccia al principio di continuità contabile delle operazioni straordinarie è aperta. Il ragionamento proposto pare in certo modo incoraggiato dall'osservazione che di tale esito ermeneutico non è luogo a dubitarsi

nei casi di operazioni tra società *IAS-adopter*⁶¹.

4.5 Un problema di metodo.

Cercheremo di vagliare e meglio precisare nell'analisi che segue il "dogma della continuità" nei suoi vari frangenti.

Abbiamo visto che, in modo più o meno consapevole, dalla nozione di fusione si vogliono trarre conseguenze prescrittive.

Rivendichiamo la necessità di seguire un metodo che vada nel senso opposto: occorre partire dalle norme, per ricostruire i problemi che esse pongono e astrarre dalle manifestazioni normative i corretti

61 CARATTOZZOLO, *Gli IAS/IFRS e la rappresentazione contabile delle operazioni straordinarie, Le Società*, 2007, 797: "In base al precedente documento IAS 22 (versione del 1998) si riteneva che, nella normalità dei casi, le business combinations costituissero, dal punto di vista della sostanza economica dell'operazione, acquisitions - acquisizioni di aziende, ottenute attraverso il trasferimento del loro controllo, mentre in una minoranza di casi poteva parlarsi della creazione di una «uniting of interests» (unificazione di partecipazioni) contrassegnata dall'esercizio in comune del controllo sul complesso unificato (come avviene nella creazione di una joint venture). Quest'ultima operazione andava contabilizzata col metodo del «pooling of interests» ossia mantenendo i precedenti valori contabili. Il nuovo documento IFRS 3 del marzo 2004 invece, analogamente al documento statunitense SFAS 141 del giugno 2001, ritiene che tutte le business combinations siano costituite da acquisitions, in cui è sempre individuabile un acquirer, che è la società o impresa che ottiene il controllo delle altre società, imprese o aziende «aggregate». La contabilizzazione dell'operazione deve avvenire per tutte le business combinations con l'utilizzo del purchase method (metodo dell'acquisto) e riguarda tutte le attività, passività e passività potenziali (contingent liabilities) delle società, imprese o aziende «acquisite», incluse quelle non contabilizzate prima dell'operazione dall'acquiree (ma ugualmente oggetto di acquisizione). Ritengo opportuno osservare fin d'ora che con questo metodo (che è divenuto ormai un metodo di universale accettazione a livello internazionale) il costo dell'acquisizione sostenuto dall'acquirer viene «ribaltato» sulle attività e passività acquisite; le quali, dunque, vengono rilevate nella contabilità e nel bilancio dell'acquirer entro i limiti del quel costo, ma non al di sopra di esso. Infatti, col purchase method, il patrimonio dell'acquiree viene riespresso in termini correnti (fair value) e se vi è una differenza tra costo dell'acquisizione (maggiore) e patrimonio netto a valori correnti (minore) essa viene rilevata come avviamento (goodwill); ma se il costo dell'acquisizione è inferiore al patrimonio netto a valori correnti, quest'ultimo valore viene rettificato e ridotto fino ad un importo pari al primo. Dunque non si rileva mai nel bilancio dell'acquirer successivo all'operazione un valore netto superiore al costo sostenuto per l'operazione medesima (2). L'applicazione del purchase method richiede che si determini anzitutto il costo complessivo che l'acquirer ha sostenuto per realizzare l'operazione e poi che tale costo venga ripartito fra le attività, le passività e le passività potenziali delle entità acquisite, alla data dell'acquisizione, che è quella in cui si ha il trasferimento del controllo. Nelle fusioni e scissioni essa è la data in cui si produce l'effetto reale, erga omnes, dell'operazione [...]".

criteri interpretativi che consentano di risolvere i problemi non risolti in via normativa⁶².

Si procederà quindi a verificare l'effettiva tenuta sul piano operativo del principio di continuità, che si estrinseca in un precetto orientativo dell'interpretazione. A tale precipuo fine si esamineranno, nei paragrafi che seguono, i concetti fondamentali che individuano gli elementi caratterizzanti le operazioni straordinarie.

5 La nozione di rapporto di cambio.

Pur non essendovi una norma definitoria, il capo della fusione si apre con una norma centrale nella topografia del codice, che è l'art. 2501-ter. Molte altre norme vi fanno richiamo, secondo la tecnica della normazione per rinvio, tecnica di cui il legislatore fa uso anche nella disciplina della fattispecie consorella della scissione.

La norma non dice che cosa sia la fusione; dice bensì che cosa debba contenere il progetto di fusione, ovverossia il documento, la cui approvazione da parte dei soci esaurisce la prima fase del procedimento fusorio.

All'interno della norma in questione il nucleo fondativo si rinviene nel rapporto di cambio: dal "progetto di fusione, [...] devono in ogni caso risultare [...] il rapporto di cambio delle azioni o quote" (2501-ter, co. 1 n. 3 c.c.).

Pertanto se, come abbiamo visto, manca una nozione di fusione, è ben vero che la fattispecie pare avere nel rapporto di cambio un elemento ineludibile.

Ciò parrebbero dimostrare, oltre il carattere perentorio della norma sopra citata ("devono in ogni caso risultare"), la norma imperativa che prescrive il contenuto della relazione da redigersi a cura dell'organo amministrativo: "La relazione deve indicare i *criteri* di determinazione

⁶² In questo senso correttamente VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, 142 ss.

del rapporto di cambio. Nella relazione devono essere segnalate le eventuali difficoltà di *valutazione*"; ed in tema di relazione degli esperti ex art. 2501-sexies c.c., i quali ultimi sono chiamati sostanzialmente a sindacare, ripercorrendolo, e vedremo esattamente oltre in quali termini, l'operato degli organi amministrativi, consacrato nella relativa relazione.

Per quanto neanche il concetto di rapporto di cambio goda di una espressa definizione normativa, sembra cruciale la circostanza che, di esso, il legislatore predichi come doverosa la "congruità". Il rapporto di cambio, che ci si figura alla stregua di risultato di un procedimento valutativo messo in opera dagli organi amministrativi, deve essere "congruo".

Corollario della nozione di congruità del rapporto di cambio è quella di conguaglio in denaro. La si prenderà in esame nel prossimo paragrafo.

Si tratta di una ben singolare tecnica legislativa. A chi si fermasse nella lettura al solo articolo 2501-ter verrebbe da pensare che l'elemento del rapporto di cambio sia elemento *necessario* della fusione. Che la predicata sua congruità ne sia elemento consustanziale e indefettibile. Meglio: che sia quell'elemento che non possa non sussistere, perché la fusione sia considerata tale. Infatti si consideri che, in primo luogo, è in vista della fissazione del concambio che:

- viene effettuata la stima dei capitali economici delle società coinvolte;
- vengono conclusi gli accordi di fusione tra gli organi amministrativi delle società partecipanti.

Del suddetto rapporto di cambio si predica la congruità.

E però, non può sfuggire agli interpreti che il legislatore, sebbene abbia attribuito alla verifica di quest'ultima (e dunque alla congruità stessa) grande e sostanziale rilievo, ha mostrato di tollerare una smentita da parte dei soci interessati. Nel senso che i soci sono autorizzati a rinunciare proprio a quella documentazione che,

nell'intenzione della legge⁶³, doveva fungere da presidio della (valutazione di) congruità del rapporto stesso.

Ma, tornando all'oggetto del discorso, vi è che la derogabilità vale oggi pienamente anche per la stessa relazione dell'organo amministrativo alla fusione. Detta relazione contiene, oltre alla giustificazione del rapporto di cambio, l'illustrazione e la giustificazione "sotto il profilo giuridico ed economico, [del] progetto di fusione" (art. 2501-quinquies, comma 1 c.c.). Il che sicuramente non potrebbe autorizzare a concludere che, per l'effetto, il concambio possa anche non essere congruo *ex professo*, vale a dire che gli amministratori possano di proposito fissare, ed i soci in assemblea approvare, un rapporto di cambio incongruo⁶⁴, ma altrettanto sicuramente radica l'opinione che la fissazione del concambio sia un fatto che riguarda esclusivamente i soci delle società partecipanti.

La conclusione cui si è testé giunti, che pure sotto il previgente testo normativo era avversata da taluni⁶⁵, risulta un punto di approdo sicuro

63 Fu la direttiva comunitaria n. 78/855/CE (Terza direttiva) ad introdurre nel nostro ordinamento la nozione di congruità del rapporto di cambio.

64 COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari*, massima L.D.1- (ESSENZIALITÀ DELLA SUSSISTENZA FORMALE DI UN RAPPORTO DI CAMBIO CONGRUO E DEROGHE AI PROCEDIMENTI DI FUSIONE O SCISSIONE - 1° pubbl. 9/08) "Le eventuali deroghe ai procedimenti di fusione e scissione (ad esempio: rinuncia alle situazioni patrimoniali, alle relazioni degli amministratori e/o degli esperti) non possono essere formalmente giustificate dalla volontà di porre in essere un rapporto di cambio non congruo. Le fusioni e le scissioni si differenziano da tutte le altre operazioni di aggregazione o disgregazione di società (delle loro aziende o patrimoni) per la loro formale neutralità nei confronti dei soci. Dal punto di vista dogmatico le stesse integrano delle vicende evolutive delle società coinvolte e non anche dei trasferimenti di ricchezza tra soci. A ciò consegue che il rapporto di cambio determinato dagli amministratori, ai sensi dell'art. 2501 ter, n. 3), c.c., deve essere formalmente congruo. Gli amministratori sono ovviamente liberi di svolgere le più ampie e personali valutazioni in ordine alla determinazione del rapporto di cambio, anche attribuendo rilevanza ad elementi extrapatrimoniali o di fatto. Quello che deve considerarsi non conforme allo schema tipico della fusione e della scissione è l'espressa previsione di un rapporto di cambio non congruo".

65 Notano SCOGNAMIGLIO, *op. loc. ult. cit.* e SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994, *passim*. Secondo i quali il documento della relazione degli esperti assolverebbe anche ad una più ampia funzione di tutela dei terzi, stante la previsione di pubblicazione del predetto documento nel registro imprese come allegato alla delibera di fusione, dal che si ricaverebbe una naturale destinazione del predetto documento al mercato in senso lato, per una corretta e completa informazione sul rapporto di cambio. E ID, *ibidem*, 67, secondo i quali "neppure all'unanimità i soci possono dispensare gli amministratori e se stessi dall'osservanza della norma". L'orientamento può dirsi dominante nella dottrina e giurisprudenza più risalente v. ancora in tal senso Trib. Milano, 2 novembre 2000,

per gli interpreti, dopo che il legislatore del 2013 ha sancito la derogabilità della relazione degli esperti e financo, come si è visto, degli amministratori, *consensu omnium*⁶⁶ (art. 2501-sexies, comma 8 c.c. e 2501-quinquies comma 4 c.c.). Ed è noto che decisiva in tal senso si è rivelata la riflessione stimolata dalle esigenze concrete che si presentano in sede di "omologa" notarile. Riflessioni di cui le massime notarili in materia societaria, a propria volta epigoni nel nostro tempo del controllo che già fu dei tribunali, offrono un fedele specchio⁶⁷.

La riflessione segna un primo approdo nell'esito che la fissazione del concambio riguarda le compagini sociali delle società coinvolte *e non* i terzi (i.e.: in primis i creditori delle società)⁶⁸.

Barbini e a. c. Soc. La Fondiaria assicur., *Riv. dir. comm.*, 2001, II; 231 con nota di LUCARELLI. Sulla stessa vicenda giurisprudenziale si pronuncia in senso diametralmente opposto App. Milano, *Giur. comm.*, 3, 2001, 421 con nota critica di BATTISTI, *Note critiche sulla derogabilità della relazione degli esperti ex art. 2501-quinquies c.c.*, secondo cui la determinazione del rapporto di cambio è posta nell'esclusivo interesse dei soci e pertanto, per omettere la relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio, è sufficiente la sola volontà unanime dei soci.

66 E ciò vale qualunque siano i tipi di società coinvolte, azionarie o meno, indipendentemente dalle semplificazioni di cui all'art. 2505-quater.

67 "L'esigenza di semplificazione e deproceduralizzazione è, del resto, la linea conduttrice delle numerose massime in tema di fusione e scissione: una linea spesso anticipatrice di interventi legislativi. Una linea con la quale significativamente esordiscono all'indomani della abrogazione dell'omologazione, le "massime". E' del 6 febbraio 2001, infatti, la massima (la terza delle ormai ben più di cento varate dai notai milanesi) con cui si legittima immediatamente un orientamento, allora ancora tutt'altro che consolidato, della precedente giurisprudenza onoraria milanese per cui il consenso unanime dei soci delle società partecipanti alla fusione od alla scissione consente di soprassedere alla predisposizione del parere di congruità del rapporto di cambio. E quando la riforma introdurrà l'art.2506ter quarto comma cod. civ. immediatamente i notai milanesi leggono la disposizione come legittimante in generale anche la rinuncia alla relazione di congruità e applicano analogicamente in questa portata estensiva la disposizione anche alla fusione (massime 25 e 26 del 22 marzo 2004)." Sono le osservazioni di MARCHETTI, *Dove vanno le massime del Notariato in materia societaria. Invito ad una riflessione*, relazione tenuta al *Convegno Orizzonti del diritto commerciale*, 2012. V. CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ, *Massima III. Rinuncia alla relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio in caso di fusione e scissione (art. 2501-quinquies c.c.)*. "Non è necessaria la relazione dell'esperto sulla congruità del rapporto di cambio, ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c., allorché tutti i soci delle società partecipanti alla fusione o alla scissione vi abbiano rinunciato, e di ciò si faccia constare nei relativi verbali assembleari, ferma restando l'eventuale applicabilità dell'art. 2343 c.c."

68 Nello stesso il fondamentale lavoro di BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, secondo cui (p. 55): "Individuate le implicazioni generali del principio di parità di trattamento con riferimento alla stima del concambio, è opportuno precisare che tale principio è destinato a condizionare qualsiasi deliberazione di fusione che venisse assunta *a maggioranza*. Viceversa, la parità di trattamento dovrebbe ritenersi derogabile e, conseguentemente, legittimo

Vi è poi un'ulteriore notazione, che così si può anticipare: il rapporto di cambio, cui le precitate norme attribuiscono grande risalto, può del tutto mancare, come avviene nelle fusioni per incorporazione di società possedute per il 100%, in cui non è possibile per espresso divieto di legge concambiare (v. art. 2504-ter c.c.) in omaggio al principio di sterilizzazione delle azioni proprie, o essere completamente privo di significato, come nel caso di fusione di società possedute dagli stessi soci nelle stesse proporzioni.

Un elemento di fattispecie apparentemente riconosciuto essenziale dall'art. 2501-ter può insomma venir meno, senza che l'operazione cessi di essere qualificabile normativamente nei termini di fusione.

6 La funzione del rapporto di cambio.

Per verificare la tenuta della conclusione cui si è giunti nel precedente paragrafo, vale a dire, che il rapporto di cambio attiene unicamente ad un interesse dei soci e che questi ne possono liberamente disporre, va compreso quale sia la funzione del rapporto di cambio ed a presidio di quali interessi sia disposta la normativa che ne impone la congruità⁶⁹.

Orbene, il rapporto di cambio fissa la proporzione nella quale le azioni o quote della società incorporanda verranno sostituite, nel patrimonio dei singoli soci, da azioni o quote della società incorporante⁷⁰.

In nessun altro punto come in questo nella disciplina della fusione emerge tanto scopertamente l'elemento negoziale insito nell'operazione straordinaria⁷¹: mentre gli autori sono soliti porsi, nel

un rapporto di cambio che non si attenesse alla parità di trattamento, qualora tale decisione fosse conseguenza di una deliberazione che potesse contare sull'unanimità dei consensi dei soci delle società partecipanti alla fusione, trattandosi di materia che rientra nella esclusiva disponibilità dei soci".

⁶⁹ V. al riguardo, *amplius, infra*, cap. III.

⁷⁰ BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, 41 ss.

⁷¹ L'altro punto dal quale potrebbe argomentarsi il diritto di cittadinanza nel nostro ordinamento della fusione quale paradigma acquisitivo non è in verità pacifico e coinvolge la rappresentazione contabile della vicenda. L'art. 2504-bis c.c., su cui v. meglio *infra* nel testo. Che la rappresentazione contabile della

descrivere la fusione, nell'ottica della delibera assembleare di approvazione⁷², se si guarda al rapporto di cambio emerge dal punto di vista funzionale il significato economico dell'operazione. In quest'ottica, la fusione è prima di tutto un'operazione di *acquisition*, come ben messo in luce nella letteratura germanica e d'oltreoceano⁷³. Il concambio in quest'ottica⁷⁴ è il prezzo che la società incorporante è disposta a pagare per fruire degli *assets* propri della incorporata⁷⁵. Potrà trattarsi di un buon affare per l'una o l'altra delle società coinvolte (poche quote o quote di poco valore attribuite ai soci dell'incorporanda, in rapporto al patrimonio acquisito dalla stessa, o viceversa) o di un cattivo affare⁷⁶; quel che è certo è che non vi è prezzo senza negoziazione⁷⁷.

vicenda debba avvenire sulla scorta del paradigma acquisitivo è invece indubbio per i principi contabili internazionali. Essi infatti "salvo rari casi" "richiedono di contabilizzare gli effetti di una fusione come se si trattasse dell'acquisizione dell'azienda dell'una società da parte dell'altra società: a giustificare tale considerazione dell'operazione basta che essa comporti "trasferimento del controllo", cioè passaggio da alcuni soggetti ad altri soggetti del potere decisionale nella società. Identificato in tal modo l'*acquirer* (che non necessariamente è l'incorporante), il patrimonio oggetto di *purchase* va valutato, nel bilancio post-fusione, in base al valore corrente (*fair value*) del corrispettivo dell'*acquisition*, cioè al valore corrente della contropartita (in azioni, o in quote di partecipazione assegnate) dell'acquisizione COLOMBO, *I principi in tema di redazione del bilancio*, ne *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Milano, 2007, p. 169, nt 28.

72 V. in questo cap. i §§ 1.1 e 1.3.

73 Il dato giuridico non dovrebbe discostarsi in misura troppo marcata dal dato economico sottostante, anche a voler prescindere dall'abbracciare il c.d. "metodo economico" (Citazione necessaria). Per riferimenti in tal senso nel diritto tedesco e nordamericano, v. MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, *Giur. Comm.*, 2015, I, 309, nt 6 che cita il § 2 *Umwandlungsgesetz* tedesco, in cui l'effetto tipico della fusione è identificato nei termini di trasferimento "*Uebertragung*" del patrimonio di pertinenza del soggetto "trasferente" (*uebertragender Rechtstraeger*) e riporta come il rapporto di cambio viene individuato quale corrispettivo del trasferimento dell'impresa da BLOCK, *das angemessene Umtauschverhaeltnis im Verschmelzungsrecht*, Frankfurt am Mein, 2011, 90 ss. dando infine conto di come nella letteratura nordamericana sia diffusa la classificazione della fusione come tecnica acquisitiva (GILSON-BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, New York, The Foundation Press, 1995, 641 ss., ivi cit).

74 E salvo quanto si dirà in appresso, nel prossimo capitolo, in ordine alle fusioni per incorporazione di società interamente controllate.

75 Così CIVERRA, *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010, 238: "Il rapporto di cambio, come specificato, rappresenta la misura del sacrificio che il socio di una società deve sopportare per ottenere una partecipazione su un patrimonio sociale cui partecipa altra/e società. Rappresenta, in termini estremamente semplificati, il prezzo di uno scambio."

76 V. § 4.4 del presente capitolo.

77 Quanto detto si riferisce alla fusione di società indipendenti e non alla fusione di società tra le quali sussista una relazione di controllo di diritto o di

Ma quel che non è altrettanto certo è se libera negoziazione tra gli esponenti amministrativi delle società coinvolte esaurisca la problematica della fissazione del concambio. E per sciogliere il dubbio non può non considerarsi che la legge, che di norma, classicamente, non si cura del "giusto prezzo", per un verso non si occupa del punto della negoziazione tra amministratori in fatto di fusione, ma la dà in un certo senso per presupposta; per un altro si preoccupa dell'esito della stessa, allorché richiede che il (negoziato) rapporto di cambio sia "congruo"⁷⁸.

Si è detto che la fusione si atteggia economicamente come operazione di scambio tra i soci delle società partecipanti, da attuarsi mediante l'unificazione dei rispettivi, comuni investimenti.

Il rapporto di cambio *cifra* il valore di scambio dell'operazione, allo stesso modo in cui concettualmente il sovrapprezzo può cifrare il valore di scambio economico latente nell'operazione di aumento a pagamento del capitale sociale.

Quando una società aumenta il proprio capitale sociale, con sacrificio del diritto di opzione, è previsto, a difesa dei soci presenti, l'imposizione di un sovrapprezzo nell'emissione delle nuove azioni che non saranno concesse in opzione ai soci. E ciò proprio al fine di evitare che i nuovi entranti si appropriino di plusvalori latenti ai danni dei vecchi soci. Il sovrapprezzo è lo strumento perequativo escogitato dal legislatore per evitare questa cripto-spoliazione dei vecchi soci. "Più precisamente" - è stato esattamente osservato - "il rapporto di cambio è l'espressione numerica del rapporto tra il valore attribuito all'investimento dei soci di ciascuna delle società partecipanti, che forma oggetto di scambio, rapportata alle azioni o quote delle società partecipanti. [...] Il rapporto di cambio "misura, cioè, l'incidenza della

fatto e che, come si avrà modo di vedere in seguito, mettono in campo problemi differenti.

⁷⁸ Più precisamente, la legge non richiede che il rapporto di cambio sia congruo, ma pone la stessa congruità ad oggetto della relazione degli esperti. E per il rilievo, corretto, che proprio per il termine medio della congruità non può concludersi che il concambio sia assimilabile al prezzo della fusione, v. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio*, cit., 25.

fusione sulle posizioni relative e sugli interessi economici dei soci ed esprime, quindi, i termini economici di quell'operazione di scambio che i soci attuano attraverso la fusione"⁷⁹.

Se tutto ciò convince, ne segue che non potrà verificarsi per effetto della fissazione del rapporto di cambio un trasferimento di ricchezza dall'una all'altra società partecipante alla fusione, evento che si tradurrebbe, nei riguardi di ciascun singolo socio della società "svantaggiata", in una diminuzione del valore economico della propria partecipazione⁸⁰.

Ed è in questo senso, e soltanto in questo senso, che la fusione è e *non può non essere tendenzialmente* neutrale⁸¹ per i soci che vi partecipano.

Va detto infatti che, conformemente ai principi generali del diritto societario, una approvazione collettiva può imporre il risultato del rapporto di cambio anche al socio dissenziente: le delibere prese a maggioranza conformemente alle regole legali e statutarie vincolano i soci dissenzienti o astenuti, purché si tratti di vicenda organizzativa; ché se, al contrario, si trattasse di un diritto individuale del socio, esso sarebbe intangibile da parte della maggioranza assembleare. E nell'infliggere eventuali danni ai singoli, tali danni saranno *jure data* purché sia rispettato il fondamentale principio di parità di trattamento⁸².

79 CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 2501-quinquies*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, p. 580-581.

80 Per contro, ritiene NOTARI, *La scissione non proporzionale con concambio di tutte le azioni di alcuni soci della società scissa*, *Riv. dir. comm.*, 2009, 798 ss., che il trasferimento in parola avvenga nella particolare forma di scissione consacrata dall'art. 2506 comma 2 secondo periodo c.c. Ivi l'imposizione legislativa del consenso unanime marcherebbe proprio il suddetto trasferimento di ricchezza.

81 CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 2501-quinquies*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, p. 582.

82 Su cui, per tutti, ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, *Riv. dir. comm.*, 1987, 1 ss. il quale, dopo aver ricordato come tale principio non trovi generale positivizzazione nel nostro ordinamento (se non, oggi, come noto, in materia di società cooperative, ai sensi dell'art. 2516: "Nella costituzione e nell'esecuzione dei rapporti mutualistici deve essere rispettato il principio di parità di trattamento" nonché in materia di società quotate ex art. 92 T.U.F.: "Gli emittenti quotati assicurano il medesimo trattamento ai portatori di strumenti finanziari quotati che si trovino nelle identiche condizioni"), a differenza di quanto avviene nell'ordinamento tedesco in cui il par. 53a dell'Aktiengesetz reca: "Aktionaere sind unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln", afferma a

Ma se ciò è vero, allora il rapporto di cambio non può non essere che di applicazione generale e astratta. Siccome l'organo deputato ad agire per il perseguimento dell'oggetto sociale è l'organo amministrativo, sarà ufficio di quest'ultimo addivenire alla determinazione del concambio⁸³ in termini generali ed astratti. Poi, così come avviene per l'operazione di aumento di capitale con sacrificio del diritto di opzione, trattandosi di una vicenda che ha un indubbio rilievo organizzativo⁸⁴, è previsto il vaglio assembleare sull'operato dell'organo amministrativo.

Il punto è cruciale e merita di essere meglio enucleato. Proseguendo nel parallelismo sopra tracciato, con riferimento all'imposizione del sovrapprezzo in alcune operazioni di aumento, si mettano a confronto le operazioni di fusione e di aumento del capitale con sacrificio del diritto di opzione.

Il sacrificio dell'opzione è possibile quando l'interesse della società lo esiga. Tale interesse è la motivazione che spinge gli amministratori a proporre, ed i soci ad approvare, l'operazione di aumento di capitale con sacrificio dell'opzione.

Osserviamo operare a tal proposito la stessa dialettica tra organi societari che si incontra nella fattispecie fusoria: in quest'ultima l'organo amministrativo propone il rapporto di cambio; l'assemblea

p. 13: "Non credo quindi sia possibile affermare in assoluto un'esigenza di rispetto delle posizioni reciproche dei soci la quale valga al di là della prospettiva formale considerata dall'art. 2348 c.c. [...] Si tratta soltanto, eventualmente, di un limite rappresentato dall'opportunità di reprimere gli abusi che possono condurre al loro [delle situazioni concrete delle economie individuali dei singoli soci] sacrificio".

83 Sia nella dottrina aziendalistica che nella dottrina giuridica è pacifico che la determinazione del con cambio sia atto gestorio ascrivibile agli amministratori. V. P.G. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Riv. Not., 1991, I, 18-5: "il parere di congruità dunque non è mero giudizio estrinseco di ragionevolezza condotto alla stregua ed all'interno delle scelte e di documenti già compiuti e redatti dagli amministratori, ma non è neppure autonoma valutazione (quale quella ex art. 2343) dovendo però sempre consistere in una verifica di una proposta più di una valutazione di altri (gli amministratori)".

84 Ricorda LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, Riv. Soc., 2004, 1343 ss.: "È il caso, peraltro, di ribadire che ciò non significa affatto configurare la fusione e la scissione alla stregua di una vicenda di natura prettamente gestoria. Le operazioni in questione godono, è vero, di una progettazione che non può che realizzarsi pure in ambito gestorio; tuttavia i contenuti essenziali delle medesime si pongono sul piano strutturale organizzativo."

dei soci lo approva; nell'aumento di capitale con sacrificio dell'opzione l'organo amministrativo propone un prezzo di emissione ed un sovrapprezzo per le nuove azioni; l'assemblea dei soci lo approva. In ipotesi, tale interesse può essere rappresentato, nei casi di aumento ex art. 2441 c.c., dall'ingresso in società di un terzo, la cui integrazione strutturale sia riconosciuta essenziale per il conseguimento del *business purpose*; nei casi di fusione dall'ingresso in società della compagine sociale di una società terza, la cui partecipazione sia riconosciuta essenziale per il conseguimento del *business purpose*. Se così è, allora non potrà che seguire un pari sacrificio di tutti i soci presenti. Proseguendo lungo il parallelismo tracciato, possiamo notare che, se fosse consentito prevedere rapporti di cambio differenziati per questo o quel socio, la delibera sarebbe presa in flagrante violazione del principio di parità di trattamento⁸⁵.

Ed è infatti da questa osservazione che si trae conferma della liceità di prendere a maggioranza la delibera di aumento di capitale, tanto quanto la delibera di fusione. Se fosse possibile limitare l'opzione soltanto in danno di questo o quel socio, ciò arrecherebbe un sacrificio al "diritto al rango" di questo o quel socio, ovverossia, ciò varrebbe a permettere alla maggioranza di ledere una posizione individuale soggettiva del singolo socio partecipante, il che è assurdo nella teoria del diritto commerciale⁸⁶.

E dunque ed in conclusione: l'applicazione del rapporto di cambio non può non essere generalizzata ed astratta.

Se ciò è vero in linea generale, occorre verificare però in concreto quale sia il nucleo intangibile dei diritti del socio con riferimento alla vicenda della fusione e se la prescrizione di congruità del concambio sia posta a tutela di questo solo ristretto nucleo intangibile, oppure

85 Ed è per questo che un trattamento differenziato potrà aversi soltanto laddove vi siano diverse categorie di soci, nel rispetto dell'eguaglianza categoriale all'interno di ciascuna di esse, come giustamente concludono MARCHETTI, *Appunti*, cit., 36 e BIANCHI, *La congruità*, cit., 109.

86 VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, *Le società commerciali*, Milano, 1923, 472 ss.

della posizione sociale globalmente intesa.

6.1 La dicotomia tra diritto al valore attuale e diritto al valore della redditività futura della partecipazione in sede di determinazione del rapporto di cambio.

E' stato sostenuto che occorrerebbe distinguere tra il diritto del socio a conservare intatto il valore della propria partecipazione e il diritto del socio alla redditività che potrà derivare dalla *combined entity*. E' da domandarsi se questa distinzione sia consacrata dal dettato normativo o, in difetto, se sia dotata di qualche rilievo euristico che ne avvalori l'accoglimento.

Orbene, nella lettura dell'intero articolato in tema di fusione e scissione non si ritrova alcuna tematizzazione di una divaricazione tra valore attuale e valore atteso della partecipazione, quali (due) elementi che comporrebbero la partecipazione.

Vediamo quali sarebbero, ad ogni buon conto, le conseguenze dell'accoglimento di siffatta partizione.

Si sostiene che il conguaglio possa essere inflitto al socio solamente avendo riguardo a quel secondo segmento di cui si compone la sua partecipazione, vale a dire che il conguaglio potrebbe unicamente compensare la lesione del (supposto) diritto del socio alla redditività futura della partecipazione.

E però, la legge non distingue. Ma v'è di più. Per dare rilevanza concreta all'osservazione occorrerebbe comprendere come calcolare la redditività futura della partecipazione in quanto derivante dalla aggregazione. Per far ciò, mette conto occuparsi del problema delle valutazioni di fusione, che ci affaticherà nel prossimo paragrafo. Per ora basti notare che, evidentemente, se si sostiene che il conguaglio possa avere ad oggetto unicamente il valore atteso della partecipazione, occorre poter calcolare tale valore atteso, occorre che tale valore atteso *si dia* all'organo amministrativo, poiché non bisogna

dimenticare che il conguaglio deve essere espressamente indicato nel suo preciso ammontare già nel progetto di fusione (2501-ter comma 1 n. 3 c.c.). Dall'altro e viceversa occorre poter valutare con criteri oggettivi il pregiudizio che un concambio incongruo arrecherebbe al socio sub specie di delusione del valore atteso della partecipazione e, da ultimo, quali siano le conseguenze in termini risarcitori.

Un punto di riferimento da tenere presente in materia di valutazioni è offerto dalla norma di cui agli artt. 2343 (attestazione che il loro [dei beni conferiti] valore è almeno pari a quello ad essi attribuito ai fini della determinazione del capitale sociale e dell'eventuale sovrapprezzo e i criteri di valutazione seguiti") e 2343-ter comma 1 lettera a (*fair value*) e b "valore risultante da una valutazione riferita a una data precedente di non oltre sei mesi il conferimento e conforme ai principi e criteri generalmente riconosciuti per la valutazione del conferimento, a condizione che essa provenga da un esperto indipendente". Si mettano a confronto la valutazione da farsi in caso di conferimento in natura e la valutazione da farsi in sede di relazione amministrativa alla fusione e di relazione di congruità degli esperti.

A me sembra che vada evidenziata una profonda differenza che intercorre tra le due ipotesi valutative, da un lato della valutazione del conferimento in natura, dall'altro della valutazione della congruità del rapporto di cambio. Nella prima ipotesi il legislatore individua dei criteri assai più precisi e severi ai fini della determinazione del valore del conferimento. Nella seconda il rigore si stempera nella richiesta di esplicitare i criteri adoperati per addivenire alla valutazione, senza però indicarne di vincolanti o anche solo di preferenziali⁸⁷. *Quid juris?* Credo che la risposta del differente trattamento normativo stia non

⁸⁷ *Contra* LUCARELLI, *La scissione, op. cit.*, 296, secondo la quale "l'ordinamento [...] pur dovendo accettare l'elasticità e la variabilità dei criteri di valutazione delle società partecipanti, ha imposto alla relativa attività un preciso limite, quello corrispondente al *principio di congruità*", la quale critica l'opposto (maggioritario) orientamento (su cui v. MARCHETTI, *Appunti, cit.*, 34 ss. e su cui diffusamente infra), secondo il quale l'unico limite consisterebbe nella trasparenza, nella logica e nella identificabilità dei criteri. V. inoltre BIANCHI, *La congruità, cit.*, 49, secondo il quale il concetto di congruità andrebbe inteso come dimostrabile e comparabile scostamento tra valori teorici e valori negoziali.

tanto nella natura dell'apporto, che è di conferimento in senso tecnico soltanto nel primo caso e non nella fusione, bensì nella classe di interessi oggetto di tutela.

Nè nel conferimento del socio a capitale né nella fusione è, in senso proprio e stretto, giuridicamente ravvisabile un atto di scambio. Pur tuttavia, entrambe le operazioni sono assimilate allo scambio, per lo meno dal punto di vista economico-aziendalistico, in un'ottica di valutazione aziendale. Nel primo caso una società conferisce un ramo aziendale nell'altra, ottenendo in contropartita una partecipazione alla stessa. Nel secondo caso una società si lascia incorporare dall'altra; i relativi soci ottengono partecipazioni nell'incorporante. Nel primo caso esiste dal punto di vista aziendalistico un palese atto di scambio a monte, nella seconda ipotesi sussiste uno scambio, sempre a livello economico-aziendalistico, tra le diverse compagini societarie. In queste ultime ipotesi, come si è detto, il rapporto di cambio segnala il *prezzo della fusione*⁸⁸.

Se per la sostanza economica dell'operazione c'è equivalenza, esaminiamo gli interessi coinvolti nell'una e nell'altra ipotesi: nella prima ipotesi (del conferimento in natura) c'è l'interesse dei soci a non vedere sopravvalutato il conferimento, così attuandosi un implicito annacquamento della partecipazione; per converso, c'è l'interesse del conferente a non veder svalutato il valore del proprio conferimento. Ma poi, vi è soprattutto l'interesse dei terzi a poter contare su un capitale reale, esistente e correttamente formato⁸⁹. E' lo stesso interesse che mette capo ai principi che informano i criteri di redazione del bilancio.

Molto diversa pare la situazione in tema di valutazioni di fusione. Anche in questo caso c'è l'interesse delle opposte compagini societarie a non vedere diluita la propria partecipazione a beneficio della

88 Cfr. al riguardo, nell'ottica IAS-IFRS, CARATAZZOLO, *Gli IAS/IFRS e la rappresentazione contabile delle operazioni straordinarie, Le Società*, 2007, *passim*.

89 Nello stesso senso già FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998, 115, nt. 64, PETTARIN, *Acquisizione, fusione e scissione di società*, Milano, 1992, 115 e CACCHI PESSANI, *sub 2501-sexies, op. cit.*, 596.

opposta compagine. Nondimeno, siamo nell'ambito di uno *scambio* tra valori che hanno già ricevuto una iscrizione a bilancio rispettosa delle norme che vi presiedono. E dove c'è lo scambio, il mercato è in grado di prezzare. Non è necessario imporre un criterio preciso affinché si addivenga ad uno scambio che è destinato a interessare i contraenti (i soci delle rispettive società coinvolte) e nessun altro. Ciò che appare necessario è, evidentemente, tutelare i soci esterni, coloro che vantano una partecipazione non qualificata e che per ipotesi sono estranei al gruppo di soci di comando, espressivo dell'organo amministrativo che contrae gli accordi di fusione. Per questo la tutela opera in via di *disclosure* meramente informativa, non avendo di mira l'interesse di terzi creditori⁹⁰, senza comunque concretizzarsi in prescrizioni contenutistiche specifiche: il *quid* e il *quomodo* restano liberi o, per meglio dire, discrezionali al fine informativo, questo (solo) sì, normativamente imposto. Una conferma si ritrova volgendosi alla disciplina normativa degli acquisti c.d. pericolosi: l'art. 2343-bis richiede, a presidio dell'interesse del socio a non vedersi frodato nel diritto a mantenere inalterata la propria caratura, oltre all'informativa articolata nei termini del conferimento, un preciso passaggio assembleare; del resto l'art. 2465 c.c., dettato per la società a responsabilità limitata declina la stessa tutela a beneficio dei soci ma, proprio perché di interesse disponibile dei medesimi si tratta, consente di prescindere dal *warning* e dalla *disclosure* se e solo se il relativo *opt-out* sia consacrato nell'atto costitutivo. Allo stesso modo l'organo amministrativo può essere esonerato dal compimento della dispendiosa attività valutativa, destinata ad originare la relativa relazione.

Le conclusioni testé rassegnate non paiono smentite dalla circostanza che la L. 30 ottobre 2014, n. 161 ("Legge Europea-bis del 2013") ha modificato il secondo periodo del comma 2 dell'art. 2506-ter c.c.,

⁹⁰ Non condivisibile l'opposto avviso di MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Riv. Not., 1991, 40 e LAURINI, *Nomina dell'esperto ex art. 2343 c.c. nella scissione di società*, Le Società, 1993, 1321, secondo i quali sarebbe stato possibile ritenere assorbita la relazione ex 2343 c.c. nella relazione di stima sulla congruità del rapporto di cambio.

introducendo la previsione di una relazione di stima ai sensi dell'art. 2343 c.c. a supporto di un'operazione di scissione⁹¹. Il significato della norma non è pienamente perspicuo⁹², ma può dirsi che, accanto ad una lettura riduttivista, onde la norma andrebbe letta nel senso che la relazione dell'organo amministrativo dovrebbe menzionare la relazione di stima ex 2343 se ed in quanto la fattispecie scissoria la preveda (es.: scissione di società non appartenenti ai tipi delle società personali)⁹³, potrebbe rinvenirsi un argomento favorevole a supporto della tesi che sostiene la liceità della rivalutazione delle poste contabili della società beneficiaria/incorporante in caso di emersione di disavanzi da concambio all'esito dell'operazione⁹⁴.

Occupiamoci a questo punto dei calcoli in virtù dei quali gli organi amministrativi delle società coinvolte addivengono alle valutazioni di fusione.

7 I criteri che presiedono alla fissazione del rapporto di cambio.

E' la novella del d. lgs. 16 gennaio 1991, n. 22, in esecuzione della legge delega 26 marzo 1990, n. 69, attuativa della direttiva comunitaria n. 78/855/CE ad aver introdotto il concetto di congruità del rapporto di cambio⁹⁵.

91 "Quando la scissione si realizza mediante aumento di capitale con conferimento di beni in natura o di crediti, la relazione dell'organo amministrativo menziona, ove prevista, l'elaborazione della relazione di cui all'articolo 2343 e il registro delle imprese presso il quale tale relazione è depositata".

92 Davvero inconcepibile il considerando 9 della direttiva 2009/109/CE che, nella furia semplificatrice, afferma: "Una relazione di esperti indipendenti quale prevista ai sensi della direttiva 77/91/CEE è spesso superflua, qualora debba essere redatta una relazione di esperti indipendenti a tutela degli interessi degli azionisti o dei creditori anche nel contesto della fusione e della scissione. E' opportuno che gli Stati membri abbiano la facoltà in questi casi di esentare la società dall'obbligo di presentare la relazione di esperti di cui alla direttiva 77/91/CEE o di consentire che entrambe le relazioni possano essere redatte dallo stesso esperto".

93 In questo senso BUSANI - FEDI, *La relazione di stima nella scissione, Le Società*, 2015, 9.

94 Su cui vedi più diffusamente *supra*.

95 BERGAMASCHI, *Sulla congruità del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche, Riv. dott. comm.*, 2012, 295.

Occorre, a questo punto, una volta precisato che cosa il rapporto di cambio sia, addivenire all'esame dei metodi che presiedono alla sua determinazione, al fine di enucleare il contenuto del concetto di congruità. Infatti, una volta posto che il rapporto di cambio debba essere congruo, non si è ancora detto nulla, se non si precisa in rapporto a che cosa la predicata congruità vada appurata⁹⁶.

Le norme in commento in fatto di fusione sono tipicamente norme procedurali. Fissano, per così dire, l'attenzione dell'operatore economico su uno o più momenti nell'alveo del più articolato procedimento di fusione.

Del resto, allargando un momento la visuale al momento del disinvestimento, non vi è prova di maggiore accuratezza da parte delle prescrizioni normative aventi riguardo alla attività valutativa. L'art. 2437-ter c.c. dispone che il valore dell'exit vada determinato "tenuto conto della consistenza patrimoniale della società e delle sue prospettive reddituali, nonché dell'eventuale valore di mercato delle azioni". L'art. 2473 comma 4 c.c. a proposito della s.r.l. assegna ai soci il diritto di ricevere il rimborso della propria partecipazione "in proporzione del patrimonio sociale. Esso a tal fine è determinato tenendo conto del suo valore di mercato al momento della dichiarazione di recesso". Quando è noto a tutti che le partecipazioni in s.r.l. difficilmente (trovano) mercato, laddove per le azioni, che di norma lo avrebbero, il riferimento è all'eventualità che ne abbiano uno.

Soccorre a questo punto l'ottica aziendalistica, cui il giurista deve

⁹⁶ Nota BIANCHI, *Appunti su sindacato giudiziario e valutazioni d'azienda*, *Giur. Comm.*, 2011, I, 177 ss., che "la maggior parte delle indicazioni legislative è, tuttora, a torto o a ragione, di natura essenzialmente procedurale: si pensi alla determinazione del rapporto di cambio nella fusione o scissione, con riguardo alla quale la legge si limita a prescrivere un'ampia informativa sui criteri di sua stima da parte degli amministratori, nell'ambito di un articolato "pacchetto" informativo, del quale fanno parte, come è noto, il progetto di fusione, la relazione degli amministratori al progetto e la relazione degli esperti, ma non fornisce, invece, indicazioni su quali criteri (e quali modalità di loro applicazione) siano "raccomandati" o, comunque, da ritenersi legittimi e coerenti con i principi ispiratori della disciplina della fusione (e della scissione)".

accedere al fine di penetrare l'essenza del fenomeno⁹⁷.

Innanzitutto, l'attività valutativa può essere individuata nella fornitura di un giudizio di valore avente ad oggetto un'attività o una passività. Tale attività si pone come un procedimento complesso che consiste: nel reperimento dei dati; nella formulazione di ipotesi valutative; nella redazione di una sintesi di tale operato.

E' così che, quello di congruità, si viene a specificare come un giudizio avente ad oggetto una compiuta valutazione, ovvero, in modo più analitico, un giudizio che metta in discussione:

- 1) la scelta
 - a) di un metodo valutativo piuttosto che di un altro;
 - b) in ordine alla combinazione di vari metodi;
 - c) di discostarsi dal/dai metodo/i prescelto/i;
- 2) la coerenza logica interna dei risultati ottenuti rispetto alle scelte premesse che siansi operate sub a), b) e c).

L'operazione in parola è tutt'altro che priva di referente pratico: essa infatti è esattamente l'operazione che deve essere realizzata, sia pure "a ritroso" dagli esperti che siano chiamati ad esprimere, appunto, il loro parere sulla congruità del rapporto di cambio; è insomma l'oggetto della relazione ex art. 2501-sexies.⁹⁸

7.1 *Concambio teorico e concambio effettivo.*

Orbene, va innanzitutto precisato che la nozione di rapporto di cambio⁹⁹ viene inquadrata in una duplice prospettiva da parte degli studiosi. Essi sono soliti contrapporre al *concambio teorico* il

⁹⁷ V. AMADUZZI, *La fusione delle imprese*, Roma, Casa editrice della Rivista Italiana di Ragioneria, 1926; MIGLIETTA, *Le valutazioni nelle operazioni di fusione*, Milano, Etas, 1991; COLOMBO, *Fusioni, acquisizioni e scorpori. Economia delle concentrazioni aziendali*, Milano, Egea, 1992.

⁹⁸ Naturalmente, il parere di congruità richiesto agli esperti si caratterizza per l'indipendenza di chi lo rende, che ne determina l'attendibilità. I punti di distinzione rispetto alla relazione dell'organo amministrativo mi paiono questi due: intanto l'indipendenza del soggetto chiamato alla valutazione, poi il carattere a posteriori, di cui più diffusamente sopra nel testo.

⁹⁹ Affermava la determinazione puramente matematica del rapporto di cambio, così escludendo che residuassero aree di discrezionalità SILVETTI, voce *Trasformazione e fusione delle società*, in *Noviss. Dig. It.*, XIX, Torino, 1972, 546.

concambio *effettivo*¹⁰⁰.

Il punto di partenza della dottrina aziendalistica è che con la fusione e la scissione si è dinanzi ad un'operazione di scambio in cui deve esservi equivalenza economica tra prestazione e controprestazione; ciò in piena sintonia alla assimilazione, cui *supra* ci si è rifatti sul piano descrittivo, tra operazioni di conferimento a capitale ed operazioni di fusione. Laonde il concambio verrebbe identificato come "prezzo" della operazione di fusione.

Nelle operazioni fusorie occorrerà valutare il capitale economico dell'impresa trasferenda, in relazione all'apporto che essa sia in grado di procurare all'impresa incorporante o conferitaria.¹⁰¹

Nelle operazioni di scissione a favore di società preesistente occorrerà valutare la quota parte del capitale economico della scissa, in relazione all'apporto che essa sia in grado di procurare all'impresa beneficiaria o conferitaria.

Vediamo come dovrebbe avvenire la valutazione da un punto di vista (almeno teoricamente) ineccepibile. Per valutare occorre ricostruire, *ex ante*, il valore ipotetico del capitale economico della *combined entity*, sino ad arrivare a soppesare e determinare il contributo che ciascuna singola unità fondenda apporta alla impresa comune.

Gli amministratori, con l'eventuale¹⁰² ausilio di esperti aziendalisti, dovranno procedere alla stima dei capitali economici delle società considerate *uti singulae* ed infine valutare il plusvalore che ciascuna di esse sia in grado di fornire all'*entreprise commune*. Ma per fare ciò essi necessitano di stimare, sia pure a livello ipotetico, quale potrebbe

100 Per la distinzione v. nella letteratura aziendalistica GUATRI-BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2005, 781 ss; nella dottrina giuridica BIANCHI, *op. cit.*, 46 ss.

101Così testualmente BERGAMASCHI, *op. cit.*, 296.

102 L'aggettivo "eventuale" è forse retorico. Avverte BIANCHI, *Appunti su sindacato giudiziario e valutazione di azienda*, cit., 181 che "di fatto, il contributo degli amministratori rispetto alle decisioni valutative è perlopiù formale e di facciata, traducendosi in una determinazione, per così dire, di ultima istanza, con la quale l'organo gestorio della società si limita a "condividere" le risultanze del lavoro dei consulenti finanziari da esso incaricati. E' infatti ben rara l'eventualità che il consiglio di amministrazione di una società di medie o grandi dimensioni proceda alla diretta e materiale elaborazione e definizione, tantomeno in forma collegiale, di un qualsiasi valore e/o prezzo".

essere il valore della *combined entity*. La determinazione in commento sarebbe insomma l'effetto di una deduzione tratta da una premessa prognostica dell'esperto¹⁰³.

Ora, non è chi non veda quanto poco praticabile sia nel concreto questa metodologia: la premessa maggiore del sillogismo dal quale trarre *more geometrico* la conclusione sul valore della società è una realtà meramente ipotetica. Correttamente si nota che questo *modus operandi* è ineccepibile da un punto di vista logico, ma in concreto impraticabile¹⁰⁴.

Ecco allora che, più prosaicamente, le valutazioni delle imprese coinvolte avvengono *as they were standing alone*. Si intende, che le società sono stimate singolarmente senza che possa annettersi rilievo all'(imponderabile) plusvalore che la loro sinergia dovrà esprimere, ma che le valutazioni dovranno fondarsi sull'ipotesi di un autonomo funzionamento anche post fusione¹⁰⁵.

E qui emerge scopertamente il lato negoziale¹⁰⁶ dell'operazione di stima: gli organi amministrativi non possono che essere condizionati nella attività di stima, che si vorrebbe *in thesi* puro esercizio cartesiano, dai rapporti di forza che intercorrono tra le compagini

103 VIGANÒ, *La natura del valore economico del capitale d'impresa e le sue applicazioni*, Giannini, 1967, 201.

104 Coglie l'aporia secondo cui la dottrina è sostanzialmente concorde nel ritenere che si debba valutare nella prospettiva di unificazione dei patrimoni il contributo che ciascuna società apporterà alla formazione del reddito, ma data l'opinabilità delle proiezioni occorre preferire la comparazione tra le valutazioni storiche ed autonome delle varie società SANTAGATA, *Le fusioni*, Tratt. Colombo - Portale, 356, nt. 622.

105 POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2006, 94. *Contra* l'applicazione del metodo *stand alone* BINI, *Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda a fini legali*, *Le Società*, 2015, 1271.

106 In tal senso v. Trib. Prato, 4 maggio 2011, in *www.iusexplorer.com*, "La relazione dell'organo amministrativo di cui all'art 2501-quinquies c.c. impone di illustrare e giustificare il rapporto di cambio, sotto il profilo giuridico ed economico. In essa devono pertanto risultare anche le valutazioni di tipo negoziale che possono incidere sulla determinazione del rapporto di cambio, in modo da poter essere oggetto, prima ancora che di valutazione da parte dei soci, del parere di adeguatezza nella relazione degli esperti ex art. 2501-sexies c.c., nonché dell'eventuale sindacato giurisdizionale alla luce dei criteri di ragionevolezza e delle norme di buona fede che presiedono anche all'esecuzione del contratto di società. Rispetto al valore effettivo dei patrimoni sociali e eventuali differenze nel con cambio devono trovare giustificazione adeguata in termini economici, pena la totale vanificazione dell'amicizia disposta a seguito della riforma del 1991 con la nuova formulazione degli artt. 2501-quinquies e - sexies c.c.".

sociali interessate¹⁰⁷.

Ciò non già nel senso, paradossale, che l'apporto della società fondenda (o beneficiaria della scissione) non sia computabile né a valori di libro né a valori di mercato; bensì nel senso che la componente negoziale continua a spiegare un forte effetto ai fini della fissazione del concambio. Immaginiamo che un'impresa voglia acquisire il controllo di un'altra. L'acquisizione in senso aziendalistico potrà avvenire per cassa (acquisto di azienda) o per carta (fusione o scissione). Ciascuna delle operazioni ha un *proprio diverso* costo, infatti "pur comportando entrambe le operazioni l'acquisizione del controllo, la fusione al contrario dell'acquisizione consente: a) al venditore di partecipare ai benefici attesi dall'integrazione in proporzione alla partecipazione assunta post fusione nella combined entity; b) all'acquirente di trasferire i rischi di non realizzazione di quella parte dei benefici che eventualmente ha riconosciuto nel premio di acquisizione implicito nel rapporto di concambio. Se queste due opzioni hanno valore sotto il profilo economico, il prezzo di un'acquisizione per cassa non può essere eguale a prezzo regolato per carta (attraverso una fusione)"¹⁰⁸. Fusione e scissione¹⁰⁹ hanno insomma in termini economici un proprio *prezzo*, al pari delle cessioni di azienda, che non è lo stesso delle seconde perché è il profilo di rischio ad essere diverso tra le due tipologie di operazione acquisitiva. La ricaduta di questo prezzo dovrebbe essere sul piano contabile l'emersione di un disavanzo (o un avanzo) da concambio; il punto non è tuttavia pacifico e vi si tornerà oltre.

107 Se ne mostra consapevole PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e scissione*, Torino, 2011, 35, secondo la quale "[la distinzione fra concambio teorico e concambio effettivo] presuppone infatti la possibilità di individuare un valore oggettivo dei patrimoni che ma si concilia con la strumentalità e la relatività delle valutazioni di fusione e di scissione, le quali hanno invece la caratteristica di essere preordinate ad ottenere valori raffrontabili ai fini della determinazione del rapporto di cambio e non invece stime assolutamente oggettive".

108 BINI, *Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda a fini legali*, *Le Società*, 2015, 1272.

109 Per ciascuna compagine sociale coinvolta. Non dissimilmente, anche l'operazione di scorporo ha tuttavia un prezzo, con l'unica differenza che da un lato abbiamo una compagine di soci e dall'altro pur sempre una compagine sociale, dietro lo balastrino di una struttura societaria.

Comunque si opini, all'esito delle osservazioni fatte pare che, in difetto di puntuali precetti normativi in merito, il concetto di congruità andrebbe inteso in senso debole di (congruo come) dimostrabile e comparabile scostamento tra valori teorici e valori negoziali¹¹⁰.

Sul punto si tornerà oltre.

Analizziamo la stessa vicenda dalla prospettiva dei singoli soci delle società coinvolte. Si è accennato nel paragrafo precedente come il rapporto di cambio rappresenti, secondo taluni, la cifratura di una duplice posizione del socio: da un lato l'interesse alla conservazione del valore economico attuale della propria partecipazione, dall'altro l'aspirazione al valore atteso della stessa. Ma questa osservazione ha una mera valenza descrittiva o ha portata prescrittiva? Va verificata la possibilità che il conguaglio possa riferirsi alla perequazione monetaria di entrambe ovvero soltanto dell'una o dell'altra posizione. Insomma: il conguaglio, sia pure nei limiti quantitativi imposti dalla direttiva comunitaria, può compensare sia la lesione al valore attuale che al valore atteso della partecipazione?

Orbene, già si è detto come nella stima occorrerebbe addivenire alla determinazione di un concambio teorico, che rappresenti il valore "puro" della partecipazione, come risultante della semplice comparazione tra i valori dei capitali economici delle società interessate. Il risultato così ottenuto andrebbe quindi *corretto* sulla base dell'elemento negoziale, che si vorrebbe confinare (da un punto di vista logico) agli accordi di fusione. La risultante dell'operazione complessiva, come si è detto, scissa nei due momenti, darebbe il concambio concreto.

E però, ad una analisi più approfondita emerge che, intanto, non vi è un solo metodo di determinazione, ma che essi sono molteplici e variamente combinabili¹¹¹. "Non si potrà applicare uno stesso metodo,

110 BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, op. cit., 49. Contra SANTAGATA, *Fusione - Scissione*, vol. VII, t. 1, in Colombo, Portale, *Trattato delle società per azioni*, Torino, Utet, 2004, 336.

111 Esplicito sul punto MAUGERI, op.cit., 310, il quale sembra giustificare tale

per esempio quello reddituale, a società con caratteristiche diverse, delle quali una sia, ad esempio, praticamente priva di contenuto patrimoniale ma con una significativa capacità reddituale mentre l'altra abbia redditività insignificante ma con un rilevante contenuto patrimoniale"¹¹².

Lo studioso che tenti di misurare "oggettivamente" è destinato inevitabilmente ad imbattersi nel principio di indeterminazione di Heisenberg. La realtà non è oggettivamente osservabile poiché l'osservatore stesso, col suo intervento, la modifica. Precisamente, si segnala come i criteri di valutazione possano variare in relazione alla natura delle attività svolta dalle aziende ed alla tipologia di soggetti interessati dall'operazione. Ad esempio, l'essere le aziende interessate dedite alle attività bancaria, l'una, assicurativa o, ancora, industriale, le altre. L'essere l'una società in piena attività, l'altra in fase di liquidazione¹¹³ ecc. Non solo la realtà da osservare risulta la più mutevole, ma anche l'osservatore (l'amministratore) può inforcare diversi paia di occhiali. In ultima istanza, può essere diverso il mandato da costui rassegnato all'esperto, affinché lo coadiuvi nel compiere la valutazione¹¹⁴.

circostanza sulla base della natura aggregativo-organizzativa della fusione: "il concetto *elastico* di congruità consente di evitare che gli amministratori siano tenuti ad adottare *uno specifico metodo di valutazione*: a differenza di quanto previsto dalla disciplina del recesso da società quotata (art. 2437-ter, comma 3, c.c.) e a significativa riprova, ancora una volta, della diversità della fusione da vicende relative al disinvestimento della partecipazione".

112 PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e scissione*, Torino, 2011, 33, che prosegue: "Quando le società partecipanti [...] alla fusione svolgono attività differenti si potrebbero allora adottare una pluralità di criteri per ciascuna società in modo da utilizzare almeno un criterio comune ed ottenere così una sorta di omogeneità parziale".

113 BERGAMASCHI, *op. cit.*, *loc. ult. cit.*

114 V. OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, principio IV.2.2: "Nelle valutazioni a fini di fusione è necessario garantire omogeneità nelle configurazioni di valore stimate. L'esperto può adottare anche più di una configurazione di valore" e a commento riporta: "Non dovrebbe accadere ad esempio che (...) nel caso in cui una società è quotata e l'altra non lo è, il rapporto di cambio possa prescindere dalla quotazione del titolo di una società. In quest'ultimo caso è necessario stimare il valore di mercato del titolo della società non quotata e confrontarlo con il prezzo di mercato della società quotata".

8 Le valutazioni.

I nuovi principi di valutazione elaborati dall'Organismo Italiano di Valutazione, in vigore dal 2016 e di prossima pubblicazione, prefigurano un cambiamento nel livello di analisi e di responsabilità dei valutatori, mediante una diversificazione dei tipi di incarico attribuibili.

Per la prima volta si formalizza la distinzione tra le attività richieste all'esperto, che possono essere ricondotte a cinque diversi tipi: valutazione, parere valutativo, parere di congruità, calcolo valutativo, revisione del lavoro di terzi¹¹⁵. Con la valutazione si ha un completo svolgimento del ciclo valutativo di attività o passività, dalla formazione e apprezzamento della base informativa, sino alla sintesi valutativa¹¹⁶. Con il parere valutativo l'esperto viene a svolgere una parte del procedimento di valutazione, alla quale la relativa responsabilità è limitata¹¹⁷. Di semplice calcolo valutativo si parla in relazione alla mera applicazione di formule predefinite, come possono essere il sistema dei multipli di mercato o l'applicazione di un tasso di sconto. In questi casi l'esperto deve esplicitare che la sua opera non costituisce una valutazione. Infine vi è la revisione del lavoro di terzi. Essa può avere ad oggetto sia una valutazione, sia un parere valutativo, sia un parere di congruità. E' interessante notare sia pure

115 CARUCCI, VILLANI, ZANARDI, *Valutatori, cinque tipi di attività*, ne *Il sole 24 ore* del 28 ottobre 2015, *passim*.

116 Devono essere di questo tipo tutte le stime previste dal codice civile. Cfr. OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, principio I.4.3. "Una valutazione è un documento che contiene un giudizio sul valore di un'attività (azienda, partecipazione, strumento finanziario, bene reale, bene immateriale) o una passività fondato su uno svolgimento completo del processo valutativo che si sviluppa attraverso cinque fasi: a) la formazione e l'apprezzamento della base informativa; b) l'applicazione dell'analisi fondamentale; c) la selezione della metodologia o delle metodologie di stima più idonee agli scopi della valutazione; d) l'apprezzamento dei principali fattori di rischio; e) la costruzione di una razionale sintesi valutativa".

117 Cfr. OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, principio I.4.4: "Un parere valutativo (expert opinion, valuation opinion, expert report) comporta lo svolgimento controllato, con la diligenza richiesta dal mandante o dalla natura del compito, di una parte soltanto del processo finalizzato alla valutazione, alla quale l'esperto limita la propria responsabilità professionale".

per sommi capi che criteri comportamentali impongano in merito a quest'ultima attività i summenzionati PIV. Ciò in quanto si tratta di un'attività quanto mai vicina a quella che siano chiamati a svolgere i giudici, allorquando siano richiesti di valutare l'operato degli organi amministrativi e/o degli esperti in sede di impugnazione della delibera di fusione per danno da concambio. Ecco che, a parte il richiamo ai principi applicabili, la *best practice* in materia impone all'esperto di tener conto delle finalità per cui è stato svolto il lavoro oggetto di revisione, del suo oggetto, degli interessi dei suoi destinatari. Inoltre, la revisione dovrà basarsi soltanto sulle informazioni che fossero conosciute o conoscibili dall'autore del lavoro da revisionare.

Quanto al procedimento, l'esperto che dichiara di aderire ai PIV dovrà seguire dal punto di vista metodologico queste fasi: formare e apprezzare la base informativa; condurre l'analisi fondamentale; selezionare il metodo o i metodi più idonei al caso concreto; apprezzare i principali fattori di rischio e costruire una sintesi valutativa razionale¹¹⁸.

Notiamo innanzitutto una notevole specificazione e del procedimento valutativo e dei tipi di compiti che possano essere affidati, e non può non salutarsi con favore questa sia pur privata "codifica" di norme comportamentali che finiranno di imporsi con l'uso. E' necessario che il debitore sia posto nelle migliori condizioni per potere adempiere, e

118 V. OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, principio IV.2.5: "L'esperto deve essere consapevole che gli organi amministrativi della società o soggetti terzi debbono essere in grado di seguire tutti gli sviluppi del processo valutativo e di riprodurre i calcoli effettuati nelle stime. La relazione di valutazione deve fornire tutti gli elementi che consentano di apprezzare la base informativa utilizzata, le scelte di metodi e criteri di valutazione, il peso attribuito ai risultati di ciascun metodo, il risultato finale"; OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, principio IV.2.6.: "Le valutazioni legali devono escludere ipotesi (assumption) speciali (ipotesi che un partecipante al mercato non formulerebbe) e devono garantire che sia dato maggior peso a fonti esterne ed indipendenti proprio per la natura di garanzia societaria che devono assolvere"; OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*, principio IV.2.7: "L'esperto deve considerare tutta l'informazione rilevante ai fini dell'espletamento del proprio incarico, assegnando maggiore peso all'informazione di fonte esterna ed indipendente. La base informativa e le ipotesi alla base della valutazione devono essere ragionevolmente obiettive".

dunque sembra che circoscrivere nettamente le responsabilità cui si può andare incontro sia il primo passo per (indurre il destinatario dell'obbligo a) premunirsi adeguatamente contro le criticità che ne possano derivare. L'uscita dalla vaghezza va salutata con favore.

Notiamo inoltre, anticipando sia pure per cenni quanto si avrà modo di osservare infra, una significativa osmosi tra la pratica che si impone a livello di "mercato" degli esperti e *modus operandi* che da sempre le corti applicano nella revisione dell'operato degli organi amministrativi. Nella costante dialettica tra *business judgement rule* e controllo eteronomo, sembra infatti essere in atto una tendenza a fare oggetto delle disamine giudiziali inerenti la congruità del rapporto di cambio la diligenza osservata dall'organo amministrativo, sulla base dei dati di cui lo stesso disponeva.

Dovrà dunque l'interprete rassegnarsi ad ammettere, a malincuore, con il Pothier, che *qui dit contractuel, dit juste*¹¹⁹? Che il rapporto di cambio sia congruo purché frutto di una libera contrattazione tra parti indipendenti e informate?

Gli è che, sia nella scelta dei criteri di valutazione, sia nelle modalità di applicazione degli stessi in fase valutativa, l'organo amministrativo risulta pacificamente dotato di ampi margini di autonomia, in omaggio alla *business judgement rule*¹²⁰. Autonomia che, si badi bene, non si

119 Merita attenzione a questo proposito la massima del COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, L.D.1- (ESSENZIALITÀ DELLA SUSSISTENZA FORMALE DI UN RAPPORTO DI CAMBIO CONGRUO E DEROGHE AI PROCEDIMENTI DI FUSIONE O SCISSIONE - 1° pubbl. 9/08) Le eventuali deroghe ai procedimenti di fusione e scissione (ad esempio: rinuncia alle situazioni patrimoniali, alle relazioni degli amministratori e/o degli esperti) non possono essere formalmente giustificate dalla volontà di porre in essere un rapporto di cambio non congruo. Le fusioni e le scissioni si differenziano da tutte le altre operazioni di aggregazione o disgregazione di società (delle loro aziende o patrimoni) per la loro formale neutralità nei confronti dei soci. Dal punto di vista dogmatico le stesse integrano delle vicende evolutive delle società coinvolte e non anche dei trasferimenti di ricchezza tra soci. A ciò consegue che il rapporto di cambio determinato dagli amministratori, ai sensi dell'art. 2501 ter, n. 3), c.c., deve essere formalmente congruo. Gli amministratori sono ovviamente liberi di svolgere le più ampie e personali valutazioni in ordine alla determinazione del rapporto di cambio, anche attribuendo rilevanza ad elementi extrapatrimoniali o di fatto. Quello che deve considerarsi non conforme allo schema tipico della fusione e della scissione è l'espressa previsione di un rapporto di cambio non congruo".

120 Trib. Milano, 2 novembre 2000, Barbini e a. c. Soc. La Fondiaria assicur.,

vuol, né si potrebbe ragionevolmente, sostenere che equivalga ad arbitrio. I vincoli ci sono. Vincoli derivanti in ultima analisi dalla *communis opinio* degli esperti. Tant'è che l'art. 2501-quinquies comma 2 prevede che gli amministratori facciano menzione proprio del *criterio* cui abbiano deciso di ricorrere.

Posto che è ineliminabile un ampio margine di opinabilità nella scelta dei criteri da adottare, potrà parlarsi di congruità, più che nei termini di giustificabilità dello scarto tra concambio teorico e concambio effettivo¹²¹, distinzione che si è visto avere un pregio più descrittivo che prescrittivo, nel senso di *ragionevole, motivata e non arbitraria scelta dei criteri di valutazione applicati*. Il che sarà possibile soltanto giustificando la adeguatezza di tali criteri alle caratteristiche tipologiche delle società interessate. Vale a dire: è necessaria una motivazione da parte dell'organo amministrativo, la quale "consenta la decodificazione, la ricostruzione del processo stesso anche a chi esperto non sia"¹²².

Foro it., 2001, I; 1935 con nota di NAZZICONE: "Sebbene la valutazione del rapporto di cambio, in astratto e secondo la migliore tecnica, debba avvenire considerando la c.d. redditività differenziale delle società partecipanti alla fusione, la mancata adozione di tale metodo non consente di ritenere per ciò solo incongruo il rapporto di cambio, attesa la prassi valutativa difforme e l'estrema opinabilità della concreta determinazione di tale dato".

121 Come, par di capire, ritiene MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, *Giur. Comm.*, 1993, I, 213: "La giustificazione di un rapporto di cambio richiede appunto la dimostrazione che esso è rispettoso delle distanze e delle relazioni con i valori oggettivi e assoluti e quindi presuppone l'accertamento di tali valori", e ID, *ibidem*, 214, discorre della "necessità di partire dal dato patrimoniale e di tener conto dei valori di mercato".

122 MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, *Giur. Comm.*, 1993, I, 211, ed, ancor più esplicitamente, a p. 214: "Anche, e più che mai, nelle fusioni e nelle scissioni la discrezionalità (vincolata) dei criteri di valutazione trova un limite nella necessità di una motivazione articolata, logica, riconoscibile, ricostruibile e leggibile da un lettore di media cultura delle varie tappe che hanno condotto al risultato valutativo ed hanno determinato la scelta, la combinazione, la ponderazione dell'un criterio piuttosto che dell'altro. [...] Sia la relazione degli amministratori dell'art. 2501-*quater* sia quella di congruità dell'art. 2501-*quinquies* contengono numerosi concordanti indicazioni nel senso che illustrato deve essere, prima che il risultato, il *cammino* seguito per giungere al risultato. I criteri di valutazione e di determinazione devono non solo essere indicati, ma anche giustificati (così l'art. 2501-*quater*, 1° comma, che trova riscontro nell'art. 2501-*quinquies*, laddove si stabilisce che gli esperti devono pronunciarsi sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti). L'assenza di verità assolute è scontata, ma i momenti di difficoltà, e quindi di maggior opinabilità e discrezionalità, devono essere messi in evidenza, come in evidenza deve essere

I suaccennati principi di valutazione finiranno per avere un impatto su questa attività valutativa dell'organo amministrativo: atteso che ad essi si atterranno gli esperti in sede di revisione delle valutazioni commissionate dagli organi amministrativi¹²³.

Peraltro, è da notarsi incidentalmente, il fatto che il luogo deputato per elezione a contenere la detta motivazione, ovvero la relazione dell'organo amministrativo, sia per espressa previsione normativa niente affatto necessaria, purché intervenga l'espressa dispensa dei soci, non consente di ritenere che il contenuto (la motivazione, appunto) sia del pari dispensabile¹²⁴.

Ciò consente di dire che si tratta soltanto di un iter argomentativo posto a difesa dei soci, i quali sono liberi di fare una fusione, in ultima analisi, senza esplicitare il perché ed il come.

Ma il rovescio dell'unanimità richiesta per la dispensa è il potere di veto assegnato a ciascun singolo socio che intenda *conoscere*. Ciò mi pare implichi che il prezzo per la liberazione dall'aggravio procedurale risiede nell'accordo, a questo punto *individualrechtlich* e non più *sozialrechtlich* dei soci. Ben si vede come nella complessa procedura fusoria siano destinati a intrecciarsi e fondersi da un lato l'interesse sociale di tipo "industriale" alla pronta realizzazione

posto, in caso di utilizzo promiscuo di criteri, il peso reciproco degli stessi (art. 2501-*quinquies*, 2° comma)".

123 Così BINI, *Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda a fini legali*, *Le Società*, 2015, 1271: "Il rischio di vedere giudicate incomplete o insufficienti le analisi svolte a monte, costringerà anche gli advisor a confrontarsi con i PIV".

124 Cfr. in tal senso COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.D.1 - (ESSENZIALITÀ DELLA SUSSISTENZA FORMALE DI UN RAPPORTO DI CAMBIO CONGRUO E DEROGHE AI PROCEDIMENTI DI FUSIONE O SCISSIONE - 1° pubbl. 9/08) "Le eventuali deroghe ai procedimenti di fusione e scissione (ad esempio: rinuncia alle situazioni patrimoniali, alle relazioni degli amministratori e/o degli esperti) non possono essere formalmente giustificate dalla volontà di porre in essere un rapporto di cambio non congruo. Le fusioni e le scissioni si differenziano da tutte le altre operazioni di aggregazione o disgregazione di società (delle loro aziende o patrimoni) per la loro formale neutralità nei confronti dei soci. Dal punto di vista dogmatico le stesse integrano delle vicende evolutive delle società coinvolte e non anche dei trasferimenti di ricchezza tra soci. A ciò consegue che il rapporto di cambio determinato dagli amministratori, ai sensi dell'art. 2501 ter, n. 3), c.c., deve essere formalmente congruo. Gli amministratori sono ovviamente liberi di svolgere le più ampie e personali valutazioni in ordine alla determinazione del rapporto di cambio, anche attribuendo rilevanza ad elementi extrapatrimoniali o di fatto. Quello che deve considerarsi non conforme allo schema tipico della fusione e della scissione è l'espressa previsione di un rapporto di cambio non congruo".

dell'operazione, dall'altro quello informativo individuale quale epifania delle problematiche ricadute individuali in termini di caratura della partecipazione assegnanda, senza che, pertanto, possa dirsi avere il sopravvento l'uno o l'altro delle due tipologie di interessi.

In altri termini, mi sembra di poter trarre dalla attribuzione ai soci della facoltà di farsi arbitri della necessità o meno del parere di congruità sul rapporto di cambio e, prima ancora, della necessità o meno di avere una relazione dell'organo amministrativo, oltre alla comune osservazione secondo la quale tal documentazione presidia unicamente interessi disponibili dei soci e non è dunque posta a tutela di terzi, l'osservazione secondo cui, se la maggioranza vuole realizzare un risparmio di tempi e costi, deve coinvolgere i soci *uti singuli*. La portata del veto del singolo socio è quella di un *bargaining chip*¹²⁵. In tanto darà il suo consenso, in quanto giudichi conveniente la fusione. In questo giudizio vi è l'espressione di una valutazione di convenienza d'indole niente affatto istituzionalistica: il socio acconsentirà, se giudicherà conveniente il *trade off* tra partecipazione attuale e partecipazione assegnanda. Ma a ciò egli si disporrà, a prescindere da situazioni di patologica apatia, se il valore attuale dei flussi futuri delle partecipazioni assegnande sia superiore a quello delle partecipazioni che egli attualmente detiene nella società fondenda.

Non esiste alcun vincolo al veto. Non si prevede in alcun modo che i soci non possano tollerare una *deminutio* del valore monetario della loro partecipazione.

Parafrasando Di Sabato: al socio non importa che le fette della nuova torta abbiano lo stesso peso di quelle della torta precedente, ma che siano più buone di queste ultime.

La previsione normativa, introdotta sulla spinta di un prassi che sempre più insistentemente la ammetteva, ha il significato di una presa d'atto della contrattualizzazione della fusione. Ed è naturalmente destinata a far sentire il proprio peso all'interno delle

125 ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2003, *passim*.

società a compagine sociale ristretta.

Per concludere, sulla natura dell'interesse in gioco in materia di determinazione del concambio, sembra opportuno esaminare la medesima vicenda in prospettiva rimediabile, e precisamente valutare la natura del danno cagionato dalla fissazione di un concambio incongruo e dalla relativa tipologia di reazione messa in campo dall'ordinamento. La contrapposizione tra concambio concreto e concambio teorico pare insomma, per l'ultima volta, alquanto artificiosa¹²⁶, se la si tenta di applicare ad ambiti che non siano quelli didattici o descrittivi. Al pari della dissociazione entro la posizione patrimoniale unitaria del socio di titolarità di un diritto attuale e titolarità di un diritto ad un redditività futura come effetto della aggregazione.

L'ultimo banco di prova per la verifica della validità scientifica della cennata dicotomia si offre allorché un socio lamenti la lesione dei propri diritti per l'avvenuta fissazione di un rapporto di cambio incongruo.

9 Sulla sindacabilità giudiziale del rapporto di cambio.

La materia del concambio può essere proficuamente analizzata dal lato rimediabile.

La giurisprudenza italiana più risalente si è costantemente attenuta al principio per cui il controllo di legittimità attribuito al giudice può sì condurre a dichiarare l'invalidità della delibera che risulti assunta sulla base di elementi informativi non veri o inadeguati a fornire una veridica ricostruzione delle condizioni patrimoniali della società, *ma non a sindacare il rapporto di cambio e tanto meno a correggere,*

126 Giunge alla conclusione che "la scissione, in cui si esprime una nuova volontà dei soci delle società partecipanti, introduce un cambiamento rispetto al passato e incide, mediante il rapporto di cambio, sui connotati e sull'entità della partecipazione nelle beneficiarie [...], ponendosi pertanto come fonte primaria ed esaustiva di questa" PICCIAU, *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1049.

autoritativamente sostituendosi alla libera determinazione delle parti, un atto di autonomia negoziale, quale è la determinazione del rapporto di cambio.¹²⁷ Ciò anche e soprattutto sulla base dell'intangibilità da parte del giudice dell'equilibrio contrattuale raggiunto dalle parti in ossequio all'autonomia privata: "Il controllo di legittimità attribuito al giudice può condurre a dichiarare l'invalidità della delibera, che risulti assunta sulla base di elementi informativi non veri o del tutto inadeguati ad offrire una veridica ricostruzione delle condizioni patrimoniali della società, ma non a sindacare il rapporto di cambio e tanto meno a correggere, autoritativamente sostituendosi alla libera determinazione delle parti, un atto di autonomia negoziale, quale è la determinazione del rapporto di cambio"¹²⁸.

Non mancano tuttavia pronunce che danno prova di una deliberate e consapevoli "invasioni di campo" giudiziali in quelle che un tempo erano ritenute aree appannaggio delle valutazioni frutto delle discrezionalità tecniche dei cultori delle scienze aziendalistiche¹²⁹.

Il rapporto di cambio è impugnabile se arbitrario¹³⁰.

E' verosimile che il giudice in questa materia si avvarrà della

127 Cass., 10 ottobre 1955, n. 2959 Amadio e a. c. Soc. Gen. Imm., Dir. fall., 1956, II, 106; Trib. Milano, 25 novembre 1968, Miani, Dell'Olio e Cenci c. Montecatini Edison s.p.a, Giur. It., 1969, I, 2, c. 193.

128 App. Genova, 23 ottobre 1990, Pagliai e Pagliai c. La Gaiana s.p.a., Riv. Not. 1990, 270 ss. Sulla sindacabilità giudiziale della congruità del rapporto di cambio v. inoltre: Trib. Udine, 21 marzo 1995, con nota di TERENGHI, *Sindacabilità della congruità del rapporto di cambio nel progetto di fusione*, Società, 1995, 1088 ss.; Trib. Milano, 2 novembre 2000, con nota di CASSOTTANA, *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*, Società, 2001, 466 ss.; Trib. Roma, 12 ottobre 2001, con nota di BRAVO, *Limiti del sindacato giurisdizionale sulla determinazione del rapporto di cambio*, Società, 2002, 888 ss. e Trib. Milano, 27 novembre 2008, con nota di LAZZARO, MACRÌ PELLIZZERI, *Il problema della responsabilità per danno da fusione per incongruità del rapporto di cambio a tutela degli interessi della categoria degli azionisti di risparmio*, Riv. Dir. Comm., II, 218 ss.

129 Così BIANCHI, *Appunti*, op. ult. cit., 178 e Trib. Brescia, 20 novembre 2008, IFIN s.r.l., GECOFIN s.r.l., MAEL s.p.a. e a. c. Unicredit s.p.a., ivi cit. Da non sopravvalutare sul punto Trib. Milano, 2 novembre 2000, Barbini e a. c. Soc. La Fondiaria assicur., con nota di LUCARELLI, secondo cui "In presenza del nuovo disegno normativo, centrato sul carattere di verificabile congruità della determinazione del rapporto di cambio, non è più possibile configurare tale determinazione come il risultato di attività di per se insindacabile nel merito". Non pare invero, tale pensiero, avere avuto peso maggiore di un *obiter* se rapportato alle ragioni del contendere e alla *ratio decidendi* della pronuncia.

130 Cass., 2 marzo 1976, n. 693, Miani c. Montecatini Edison, *Giur. comm.*, 1976, II, 289.

consulenza tecnica di un esperto¹³¹. I risultati cui esso perverrà costituiranno l'imprescindibile elemento fattuale di raffronto perché il magistrato possa svolgere il proprio giudizio. Ma, volendo anticipare per un momento le conclusioni, resta inteso che l'oggetto di tale giudizio sarà sempre la diligenza spiegata dall'organo gestorio nell'addivenire alle prescritte determinazioni. E' intorno ad essa che si potrà operare un sindacato giudiziario sulla validità della attività valutativa: e sotto il profilo dei metodi prescelti, e della (praticata) applicazione di eventuali correttivi in funzione del caso concreto e, financo, della consequenzialità dei risultati ottenuti.

Si è visto nel paragrafo precedente come la fissazione del rapporto di cambio sia, almeno in prima istanza, una determinazione a contenuto gestorio di competenza dell'organo amministrativo. L'organo amministrativo è dotato di discrezionalità piena ma, come sempre, trattandosi del perseguimento dell'oggetto sociale, da adoperarsi in ossequio ai *duty of care* e *duty of loyalty* propri dell'organo gestorio.

Pertanto i limiti di sindacabilità del giudice¹³², in vigenza della *business judgement rule*, attengono alla coerenza dei risultati raggiunti rispetto alle premesse, e si appuntano, in termini giuridici, su una violazione da parte dell'organo amministrativo dei propri doveri di diligenza¹³³. In concreto, saranno oggetto di giudizio, per quel che

131 Trib. Milano, 2 novembre 2000, Barbini e a. c. Soc. La Fondiaria assicur., *Foro it.*, 2001, I; 1935 con nota di NAZZICONE: "La determinazione del rapporto di cambio nella fusione costituisce attività valutativa tecnica, la quale è soggetta al sindacato di merito del giudice, se del caso a mezzo di apposita consulenza".

132 Trib. Milano, 2 novembre 2000, Barbini e a. c. Soc. La Fondiaria assicur., *Foro it.*, 2001, I; 1935 con nota di NAZZICONE: "Sebbene la valutazione del rapporto di cambio, in astratto e secondo la migliore tecnica, debba avvenire considerando la c.d. redditività differenziale delle società partecipanti alla fusione, la mancata adozione di tale metodo non consente di ritenere per ciò solo incongruo il rapporto di cambio, attesa la prassi valutativa difforme e l'estrema opinabilità della concreta determinazione di tale dato".

133 "Il giudice potrebbe infatti sindacare, specie ove il giudizio riguardi emittenti, oltre che il rispetto degli obblighi informativi che la legge prescrive [,] "come" gli amministratori siano prevenuti a una specifica decisione valutativa, sia, e soprattutto, [le] *motivazioni e giustificazioni* della decisione in sé, sotto il profilo della scelta e dell'applicazione dei singoli criteri di valutazione" BIANCHI, *Appunti su sindacato*, cit., 192. E con riferimento al modello statunitense ID, *ibidem*, cit., 183, nt. 11, ricorda come "negli orientamenti delle Corti statunitensi il giudizio circa la correttezza delle modalità procedurali sulla base delle quali è stata decisa e realizzata una determinata operazione si fonda, soprattutto, su tre elementi: i) trasparenza sulle caratteristiche dell'operazione e sugli interessi in conflitto

ottiene all'architettura del processo valutativo, la "completezza, esaustività e attendibilità dei documenti, dei dati e delle informazioni sulla cui base una determinata stima sia stata effettuata"¹³⁴; infine, "la compiuta e attendibile *dimostrazione* della correttezza e attendibilità di ciascuna delle scelte tecniche effettuate dagli amministratori, alla luce della *best practice* valutativa e della stima dei *comparables*, qualora concretamente utilizzabili"¹³⁵.

Naturalmente il socio che agisca lamentando l'incongruità del rapporto di cambio dovrà dare la non facile prova del danno che abbia avuto a patire. "Il risarcimento per equivalente esige la determinazione del danno da fusione: costituisce danno emergente il valore effettivo della partecipazione, da calcolare in relazione al loro valore complessivo, all'entità della quota posseduta, apprezzando il maggior valore normalmente accreditato ad una partecipazione rilevante o strategica e tenendo conto dei vantaggi che derivano dalla fusione, oltretutto, naturalmente, degli interessi legali; costituisce, invece, lucro cessante il valore che sarebbe stato ipoteticamente acquisito dalla partecipazione ove si fosse progettata una fusione (o qualsiasi altra operazione di ristrutturazione) più conveniente con società dotata di maggiori risorse: in questo caso, l'attore deve evidentemente provare l'effettiva possibilità di realizzare tale operazione, colpevolmente scartata dagli amministratori; nonché il maggior valore che avrebbe conseguito la partecipazione, qualora l'operazione non fosse stata compiuta ovvero realizzata diversamente. Il tutto alla data della decisione"¹³⁶.

Anche *sub specie damni*, la fissazione del rapporto di cambio rappresenta sì il terreno di incontro tra interesse sociale da un lato ed economia individuale del singolo socio dall'altro. Un rapporto di cambio incongruo potrebbe danneggiare in concreto questo o quel

dell'amministratore; ii) parere favorevole da parte di amministratori indipendenti; iii) ruolo determinante dell'amministratore in conflitto di interessi nella definizione dell'operazione".

134 BIANCHI, *Appunti su sindacato*, cit., 192.

135 BIANCHI, *Appunti su sindacato*, cit., 192.

136 SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, *Riv. Soc.*, 2004, 1515 ss.

socio (minoritario) poiché lesivo del mantenimento della caratura della propria partecipazione, che è valore non certo assoluto, ma pur sempre relativo, sia nel senso che la tutela dell'attuazione dello stesso è rimessa al socio *uti singulus*, sia nel senso che non è un interesse tutelabile a scapito di ogni compromesso. Dovrà sussistere una causa giustificativa della lesione. Esempio ne è l'aumento di capitale con sacrificio dell'opzione, ove *l'interesse della società lo esige*. Ma, ed è questo il punto, la fusione non è affatto *cause suffisante* all'uopo.

10 I rimedi.

"Il regime ex art. 2504 quater c.c., nel precludere ogni pronuncia di invalidità dell'atto di fusione e nel rendere quindi privo di effetti l'ordinario controllo giurisdizionale sulla validità della sottostante deliberazione, viene a sottrarre al socio un diritto di partecipazione tipico, cosicché appare sistematicamente conseguente che a tale menomazione (giustificabile solo in relazione all'interesse generale dell'ordinamento alla stabilità degli effetti della fusione in quanto compenetrazione di patrimoni e apparati delle società coinvolte, difficilmente "separabili" una volta uniti) si accompagni il riconoscimento di una tutela per così dire sostitutiva per equivalente di quella "reale" comportante la rimozione degli effetti della deliberazione. Tutela da individuare nella diretta responsabilità della società deliberante la fusione a tenere indenne il socio da ogni conseguenza pregiudizievole che a costui derivi dalla esecuzione della deliberazione invalida: responsabilità, dunque, oggettivamente discendente dall'accertamento di vizi di invalidità della deliberazione, nonché dalla lesività della stessa rispetto al patrimonio del socio ed il cui carattere esclude la necessità di ulteriore dimostrazione di condotte negligenti di soggetti impersonanti gli organi sociali"¹³⁷. La

¹³⁷ Trib. Milano, 2 novembre 2000, Barbiani e altro C. Soc. La Fondiaria assicur., *Società*, 2001, 452 con nota di CASSOTTANA.

pronuncia testé citata coglie il punto di equilibrio tra l'autonomia deliberativa della società e il diritto del socio ad un'equa valorizzazione della propria partecipazione.

Il giudice potrà avvalersi di consulenze tecniche per determinare un *range* di oscillazione del concambio; ove il concambio in concreto fissato palesi uno scarto consistente rispetto al *range*, saranno sentiti gli amministratori affinché possano dimostrare le valide ragioni imprenditoriali a supporto dello scarto stesso. "Circa le modalità del risarcimento, è da escludere che il giudice, accertata l'inesattezza del concambio successivamente all'iscrizione dell'atto di fusione, abbia il potere/dovere di modificarlo, sì da ripristinare la violata parità di trattamento fra i soci. Infatti, altro è l'accertamento giudiziale dell'incongruità del rapporto di cambio, altro è il potere di operare una sorta di autoritativa *reductio ad aequitatem*; il riconoscimento al giudice di una siffatta competenza, oltreché difficilmente conciliabile con il principio di tipicità delle sentenze con effetti costitutivi (art. 2908), intaccherebbe vistosamente l'autonomia deliberativa della società. Una modificazione autoritativa del rapporto di cambio contrasta con la preclusione di pronunce invalidative della fusione (comma 1 dell'art. 2504-quater)"¹³⁸.

La dottrina che ha avuto modo di occuparsi più da vicino della tematica nega l'esperibilità di una richiesta di risarcimento in forma specifica da parte del socio danneggiato dall'incongruità del rapporto di cambio nei confronti della società; non pare, segnatamente, che il socio deluso possa conseguire in via coattiva il risultato di una diversa ripartizione delle partecipazioni.¹³⁹

138 SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, Riv. Soc., 2004, 1515 ss.

139 SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, Riv. Soc., 2004, 1515 ss. il quale soggiunge: "l'inevitabile applicazione alla materia de qua dei canoni della business judgement rule comporta che il buon esito dell'azione di responsabilità sia concretamente limitato alle fusioni infragruppo, nelle quali è più agevolmente e frequentemente configurabile un conflitto di interessi degli amministratori nella determinazione di un rapporto di cambio sfavorevole per i soci di una delle partecipanti alla fusione; in quest'evenienza, gli azionisti di minoranza della controllata possono agire per il risarcimento dell'eventuale danno da fusione ex art. 2504-quater, cpv., nei confronti degli amministratori non soltanto della controllante, ma anche della controllata, ove quest'ultimi abbiano supinamente

Quella che è stata definita "la nuova linea di equilibrio fra gli interessi contrapposti dell'impresa (e della maggioranza che la governa, più o meno direttamente), dei soci e dei terzi" può dunque così tratteggiarsi: "ai soci e ai terzi spetta il diritto di farsi parte attiva al fine di acquisire l'informazione necessaria per valutare l'operazione, ai medesimi spetta il diritto di attivarsi in via preventiva al fine di evitare il danno che l'operazione potrebbe loro produrre una volta divenuta efficace; all'impresa, e a chi la governa, spetta il diritto alla stabilità dell'operazione divenuta assolutamente inoppugnabile, a prescindere dai vizi che la affettano, con l'iscrizione dell'atto nel registro delle imprese"¹⁴⁰. Insomma il nostro ordinamento sembra aver posto tutte (o quasi) le ragioni sul piatto dell'impresa. Si faccia il confronto con la ben diversa tutela cui può ambire il socio nel diritto germanico¹⁴¹. In tale sistema giuridico il socio vanta un diritto a

recepito le direttive di gruppo".

140 LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Riv. Soc.*, 2004, 1343 ss. E per la decisa osservazione che "il potere decisionale è nelle mani degli amministratori delle società partecipanti all'operazione. Il contenuto della scissione, in effetti, è essenzialmente quello voluto dagli amministratori e consacrato nel progetto di scissione, considerato che l'assemblea si limita ad approvare il progetto e che essa ha il circoscritto potere di apportare solo marginali modificazioni nei limiti di ciò che non incida sui diritti dei soci e dei terzi" v. PICCIAU, *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1029.

141 Così FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, *Riv. Soc.*, 2013, 78 ss., che cita DRESCHER, in G. Spindleru. E. Stilz, *AktG2*, München, 2010, § 11 SpruchG, Rn. 3: "La garanzia costituzionale accordata nell'ordinamento tedesco alla proprietà privata dall'art. 14, Abs. 1, Grundgesetz impone che si riservi agli azionisti "esterni" il potere di provocare uno scrutinio giudiziale in ordine alla adeguatezza dell'indennizzo (121). Il quadro normativo è offerto al riguardo dal c.d. Spruchverfahrengesetz (SpruchG) che nel 2003 ha sostituito (e sistematizzato) singole disposizioni contenute in precedenza nella legge azionaria e nel Umwandlungsgesetz. Legittimato ad attivare il procedimento nei casi previsti dai §§ 305 e 320b AktG è ogni azionista esterno (§ 3, Nr. 1 e 2, SpruchG), il quale, entro tre mesi dalla data della iscrizione nel registro delle imprese della delibera concernente l'operazione straordinaria, deve presentare apposita richiesta di decisione giudiziale ed avanzare concrete riserve avverso la adeguatezza dell'indennizzo (§ 4 SpruchG). A suo favore vale un divieto di reformatio in peius della misura dell'indennizzo fissata dalla capogruppo (122) ed egli non sarà tenuto a sopportare neppure le spese giudiziali, fermi restando a suo carico i costi stragiudiziali sostenuti per la presentazione dell'istanza (§ 15 SpruchG). Al fine di salvaguardare i diritti degli azionisti che non intervengono nel procedimento il giudice è tenuto a nominare un rappresentante comune (§ 6 SpruchG). La decisione giudiziale produce effetto nei confronti di tutti gli azionisti, ivi inclusi quelli già usciti dalla società sulla base della misura di indennizzo originariamente stabilita

provocare una pronuncia del giudice determinativa del valore corretto di un concambio asseritamente incongruo. Tale pronuncia ha efficacia *erga omnes*, vale a dire anche nei confronti dei soci che fossero già receduti dalla società. Per di più, la legge pone al riparo il socio che esperisca tale mezzo da qualsivoglia *reformatio in pejus*.

Il che non postula certo la conclusione che i soci siano sforniti di tutela. Va infatti detto che l'art. 2394 c.c. è sempre lì a far da giusta sponda ai soci delusi, nel tentativo di dissuadere prima e di sanzionare poi gli amministratori che violino il dovere di conservazione del patrimonio sociale¹⁴².

E' evidente l'evoluzione normativa nel senso di attribuire un sempre maggior peso all'organo amministrativo, su cui ricade non solo la responsabilità della gestione, ma la responsabilità per una corretta struttura finanziaria della società, affinché si attivi prontamente allo scampanello della regola del "*re-cap or liquidate*" consacrata dall'armamentario procedurale cui presidiano gli artt. 2446 e 2447 c.c.¹⁴³, affinché non distribuisca utili in condizioni in cui un ragionevole uomo d'affari se ne asterrebbe, affinché non stringa accordi tali da procurare danni ai soci¹⁴⁴.

Ma ciò non potrebbe bastare a definire come sociale l'interesse alla corretta fissazione del concambio. Si noti che varie possono essere le ragioni che conducono alla determinazione di un certo rapporto di cambio: la maggioranza assembleare ben potrebbe rinunciare ad una

(§ 13, Satz 2, SpruchG). Si tratta di procedimenti che, nella pratica, vengono spesso avviati in occasione di una delle vicende disciplinate nei §§ 305 e 320b AktG e che conducono non di rado a un incremento del valore di liquidazione delle azioni (123). Problematica, e fonte di severe critiche, è però la durata di tali procedimenti. E lo stesso Bundesverfassungsgericht ha avuto modo di precisare che il diritto fondamentale alla effettività della tutela giuridica deve considerarsi vulnerato qualora il giudizio, pur tenendo conto della sua complessità, si protragga in primo grado per ben 18 anni o non venga attivamente coltivato dal Tribunale per due anni di seguito". La decisione sopra citata è Bundesverfassungsgericht, 17 novembre 2011, NZG, 2012, 345.

142 E per l'osservazione che la società o ente risultante dall'operazione ben potrà agire in regresso, v. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, Riv. Soc., 2004, 1515 ss..

143 Cfr. SPADA, *Appunto in tema di capitale nominale e di conferimenti*, Studio n. 127-2006/I, *Studi e materiali CNN*, 2007.

144 Chi ha affinità con i sistemi anglosassoni avvertirà l'eco del *solvency test*.

equivalenza aritmetica perché dalla sinergia derivi un maggior utile atteso. Soltanto laddove si rinvenga una violazione (ben difficile da provare, s'è visto) sotto specie di irragionevole giustificazione dello scostamento tra concambio teorico e concambio negoziale potrà farsi questione di abuso di maggioranza e di danno per la minoranza.

Se, per converso, si accogliesse l'idea che l'interesse alla massimizzazione del rapporto di cambio sia un preciso dovere da perseguire da parte dell'amministrazione in quanto così facendo esso persegue l'interesse sociale; o, detto altrimenti, se la corretta determinazione del rapporto di cambio fosse parte del generale dovere di perseguimento dell'interesse sociale, qualsiasi cosa per esso si intenda, a cura dell'organo amministrativo, allora si potrebbe sostenere l'esperibilità di un'azione ex art. 2391 c.c.¹⁴⁵. Pare tuttavia che ciò sia da escludersi, in quanto la congruità del rapporto di cambio, per come si è avuto modo di osservare *supra* e per le ulteriori osservazioni che si svolgeranno in seguito, è materia di interesse esclusivo dei singoli soci e non di interesse sociale. Dello stesso parere è la giurisprudenza, allorché nega sistematicamente la sospensiva¹⁴⁶ della fusione ai soci minoritari che alleghino la determinazione di un rapporto di cambio scorretto. Se davvero si trattasse di un interesse sociale, gli amministratori, ma altrettanto sicuramente i giudici in loro vece, avrebbero il dovere, come è stato detto, di "fermare le macchine". E' invece sintomatico che ogni qualvolta il caso si sia proposto, si è ragionato in termine di assenza di *periculum in mora* poiché il danno patito - dal socio - per effetto del concambio incongruo sarebbe tutt'altro che irreparabile, sibbene agevolmente quantificabile

145 Contrario è SANTAGATA, *op. ult. cit., loc. ult. cit.*

146 PARELLA, *Art. 2504-quater, c.c.: dieci anni di giurisprudenza, Giur. Comm.*, 2003, I, 363 ss., p. 371: "almeno tra i precedenti editi, non si rinviene alcuna ipotesi di accoglimento delle richieste cautelari formulate". E v. pure VICARI, *op. cit.*, p. 27 nt. 53, il quale, pur propendendo, contrariamente a quanto sostenuto nel testo ed all'opinione dominante, per il rilievo sociale della determinazione del concambio, osserva: "Qualificando l'interesse alla determinazione congrua del rapporto di cambio come interesse strettamente individuale, la giurisprudenza riconosce allo stesso, in sede di procedimento per la concessione di provvedimenti sospensivi d'urgenza degli effetti della delibera di fusione, una tutela strettamente obbligatoria".

nell'equivalente monetario¹⁴⁷.

11 Alcune precisazioni sull'atteggiarsi del rapporto di cambio nella scissione.

Già si è detto *supra* del polimorfismo strutturale e funzionale della scissione, che ne impedisce una semplicistica riconduzione ad operazione inversa alla fusione. Alla dottrina non è sfuggito il particolare atteggiarsi del rapporto di cambio nelle operazioni di scissione. Mentre nella fusione, come si è visto, il rapporto di cambio è funzionale a individuare le partecipazioni che saranno assegnate in sostituzione di quelle detenute, nella scissione non sempre il rapporto di cambio assume il medesimo significato. Non sempre nella scissione il rapporto di cambio è la conseguenza del confronto tra i valori delle società coinvolte come abbiamo visto avvenire nella fusione. Nella scissione totalitaria per costituzione di nuove società, attuata con metodo proporzionale, non vi sarà altro che la ripartizione del capitale delle società beneficiarie nelle stesse proporzioni pre-detenute nella scissa. Senza che vi sia luogo a valutazioni comparative. Una semplice *assegnazione* di nuove partecipazioni e non un concambio.

Ma non per questo l'assegnazione è fattispecie meno insidiosa del concambio: anche in essa si annida il rischio di una ripartizione non equa. Si faccia il caso della scissione non proporzionale, che è testualmente ammessa in una sua specifica variante dall'art. 2506-bis comma 4 c.c. "Qualora il progetto preveda una attribuzione delle partecipazioni ai soci non proporzionale alla loro quota di

147 Così Trib. Milano, 22 settembre 1995 e Trib. Milano, 25 settembre 1995, approvata da Trib. Milano, 2 novembre 2000. Al riguardo ha sostenuto NAVA, *Le perizie di stima*, Milano, 2000, 160 che tale orientamento "afferma un principio di prevalenza degli interessi dei soci di maggioranza alla realizzazione della fusione anche in ipotesi di effettivo pregiudizio degli interessi dei soci di minoranza: essi saranno certamente tutelati per equivalenza, cioè con risarcimento dei danni patrimoniali subiti, previa quantificazione, ma non potranno ottenere né di sospendere l'operazione né l'assegnazione di azioni... nel rispetto di un rapporto di cambio corretto, ma diverso da quello voluto dai soci di maggioranza".

partecipazione originaria, il progetto medesimo deve prevedere il diritto dei soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto". In questi casi vi è pur sempre l'esigenza di evitare un surrettizio impoverimento di alcuni soci a favore di altri, sia pure tutti appartenenti alla medesima compagine originaria.

A riprova di ciò, l'art. 2506-ter comma 4 c.c. consente di omettere la relazione dell'organo amministrativo (la stessa indicazione dei dati del rapporto di cambio) e la susseguente relazione degli esperti. Al contrario, vi sono casi, di scissione a favore di società beneficiarie preesistenti, che implicano la medesima vicenda di rapporti riscontrabile nella fusione, in aggiunta alla situazione di conflitto potenziale intrinseca alla stessa compagine sociale della scissa.

In questi casi può parlarsi di una duplice ripartizione: il legislatore se ne mostra consapevole allorché richiede, per rinvio dell'art. 2506-ter, co. 3 c.c. all'art. 2501-sexies, la redazione della relazione degli esperti, il cui contenuto sarà duplice, dovendo essa dare rilievo tanto della ripartizione delle partecipazioni tra soci delle beneficiarie e soci della scissa, quanto della ripartizione tra i vecchi soci della scissa in ciascuna delle società emergenti dalla scissione (scissa, in caso di scissione parziale, e società beneficiaria/e in ogni caso).

I criteri di ripartizione delle azioni o quote della/e società beneficiarie operano tra i soci della scissa; il rapporto di cambio regola i rapporti tra le compagini sociali della scissa e della/e società beneficiaria/e¹⁴⁸.

148 SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7**, 2, Torino, 2004, 24 ss., nt. 40 osserva: "Uno dei tratti caratteristici della disciplina della scissione, rispetto a quella della fusione, risiede proprio nella emersione e nell'autonomo rilievo del criterio di ripartizione delle azioni o quote (delle società beneficiarie fra i soci della scissa), concettualmente distinto dal rapporto o coefficiente di concambio, che esprime il valore relativo o comparativo del patrimonio (e dunque delle azioni o quote) di ciascuna delle società beneficiarie rispetto alla frazione di patrimonio (della società scissa) ad essa attribuito con la scissione. Il primo (il criterio di ripartizione) attiene (e svolge una funzione di tutela rispetto) essenzialmente ai rapporti fra i soci della società scissa *inter se* (sul presupposto che si tratti di una società pluripersonale;

12 Problematicità della nozione di conguaglio in relazione a quella di rapporto di cambio.

La nozione di conguaglio è strettamente correlata e coordinata a quella di rapporto di cambio. Il conguaglio è una variabile dipendente del rapporto di cambio. E però, per proseguire nell'analisi sembra proficuo verificare se di conguaglio possa parlarsi in riferimento a tutte ed a ciascuna delle posizioni giuridiche soggettive del singolo socio coinvolto.

In primis, se, come si è detto, il conguaglio è variabile dipendente del rapporto di cambio, che si è visto dover essere di applicazione generale e astratta, verrebbe da concludere che esso sia del pari generale ed astratto. Col che si intende: determinato ex ante per gli universi soci, indipendentemente dalla situazione concreta in cui ciascuno si trovi, per effetti dell'entità della relativa partecipazione. La *dictio legis* non deve trarre in inganno: è vero che l'art. 2501-ter comma 2 c.c. menziona, quale limite al conguaglio, il 10% del valore delle azioni o delle quote "assegnate", ma non è previsto che si tratti delle azioni assegnate a ciascun socio in concreto.

Al riguardo non vi è tuttavia unanimità di vedute in dottrina e l'opinione qui difesa deve pertanto essere dimostrata.

In altri termini, ben può essere che la norma si riferisca ad "assegnate" nel senso generico di azioni assegnate nel complesso ai soci.

[...] il rapporto di cambio è destinato per converso a svolgere una funzione di tutela anche rispetto ai rapporti fra i soci della società scissa e quelli di ciascuna delle società beneficiarie, tanto è vero che, nel caso in cui queste ultime siano di nuova costituzione (art. 2506-ter, comma 3, già art. 2504-novies, comma 3, c.c. v.t.), il rapporto di cambio può non essere sottoposto alla verifica degli esperti (proprio perché la sua funzione di tutela delle posizioni reciproche dei soci è in tale ipotesi grandemente attenuata). Sebbene concettualmente distinti, criterio di ripartizione e rapporto di cambio sono strettamente collegati, nel senso che la (corretta) determinazione del valore relativo o comparativo delle frazioni di patrimonio attribuite "per scissione" - valore comparativo che viene espresso appunto dal rapporto di cambio - è presupposto indispensabile ai fini della individuazione di un criterio di ripartizione delle azioni che, quand'anche non ispirato al principio di proporzionalità, risulti comunque non lesivo della parità sostanziale fra i soci".

Si è accennato nei capitoli precedenti alla seguente partizione: da un lato il concambio rispecchierebbe l'interesse alla conservazione del valore della propria partecipazione, per cui il valore delle partecipazioni assegnate dovrebbe essere pari a quello che le partecipazioni detenute avevano. Lo si potrebbe chiamare "diritto al valore intrinseco". Dall'altro il concambio cifrerebbe un'ulteriore posizione soggettiva: l'interesse, per così dire, alla redditività futura della partecipazione, "diritto al valore atteso o estrinseco".

E si è già soppesata criticamente l'idea secondo cui, mentre la posizione di interesse che attiene alla redditività futura della partecipazione, vale a dire ai flussi di cassa ottenibili mediante l'integrazione delle realtà imprenditoriali, sarebbe compromissibile, altrettanto non sarebbe a dirsi per la posizione individuale del socio rinvenibile nel diritto alla conservazione del valore assoluto della sua partecipazione.

Quest'ultima non sarebbe tangibile da una delibera assembleare poiché non rivestirebbe rilievo organizzativo¹⁴⁹.

Se pure, è bene precisare, provare ciò non varrebbe ancora a provare che l'intangibilità si collochi a qualunque livello, anche negoziale; che insomma, ammesso ma non concesso che il socio vanti un diritto intangibile alla conservazione del valore attuale alla propria partecipazione, tale diritto non possa essere compromesso neppure con il consenso del socio coinvolto.

Ciò posto, ad accogliere tale teorica ne seguirà che di conguaglio potrà discorrersi, tecnicamente, in riferimento (esclusivamente) a questo secondo diritto: il conguaglio è perequazione monetaria di uno squilibrio, che afferisce al valore atteso della partecipazione, non al valore intrinseco della stessa.

Orbene: tanta difesa, nella provincia delle operazioni straordinarie, dell'intangibilità del diritto individuale del socio, deve porsi in

149 Così MAUGERI, *op cit.*, 313, che aggiunge che il valore al mantenimento della propria partecipazione si mostra insensibile a qualunque forma di "negoziante", trattandosi a questo riguardo di salvaguardare un valore già presente nella sfera individuale del socio e quindi di impedire, senza il suo consenso, un atto in senso lato espropriativo della maggioranza assembleare.

relazione alla evoluzione del diritto commerciale di questi anni.

Secondo l'insegnamento di Tullio Ascarelli¹⁵⁰, i soci non avrebbero potuto ricapitalizzare la società deliberando a maggioranza, ove il capitale fosse stato interamente eroso dalle perdite, perché sarebbero andati perduti, a scapito di coloro i quali non fossero stati in grado di trovare nuove risorse per partecipare all'aumento, gli eventuali plusvalori latenti (ancora) presenti nel patrimonio sociale.

La moderna teoria del diritto commerciale ammette la deliberazione a maggioranza in casi siffatti, purché non si leda il diritto di opzione dei soci eventualmente assenti. Il diritto a quei plusvalori latenti si concreta nell'opzione a sottoscrivere. E ci si è spinti oltre. In presenza di situazioni di forte pericolo per la continuità aziendale, la riforma del 2015 alla legge fallimentare consegna ai creditori (*sic*) la facoltà di effettuare una proposta alternativa a quella avanzata dal debitore; proposta che preveda un aumento di capitale con sacrificio dell'opzione (cfr. art. 185 comma 6 L.F.).

Anche a voler prescindere, non essendo questa la sede, dall'eterna polemica tra contrattualismo e istituzionalismo, pare abbastanza chiaro il *trend* evolutivo in atto. Come non vi sono regole che impediscano alla maggioranza assembleare di porre in liquidazione la società, al netto dell'abuso del diritto; come non vi sono regole che tutelino il diritto a mantenere inalterata la quota di investimento in sede di riduzione volontaria del capitale sociale, al netto dell'abuso del diritto, del pari non vi sono regole che tutelino un indimostrato diritto del socio a mantenere inalterata la propria quota di investimento in sede di fusione, sub specie di *spes de lucro captando*.¹⁵¹

150 Cfr. ASCARELLI, *Sui poteri della maggioranza nelle società per azioni ed alcuni dei loro limiti*, in ID., *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 106.

151 E' d'obbligo il riferimento a BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 170 ss. sul diritto alla qualità di socio. *Contra*, stigmatizza l'"eccessiva fede nella dottrina dei diritti individuali del socio, o quanto meno nel diritto alla conservazione della qualità di socio" già PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, *Riv. Soc.*, 1982, 763 ss. il quale critica (765 ss.) l'opposta teoria del non potersi privare il socio della partecipazione sociale senza la sua volontà, portata da FERRARA - CORSI, *Gli imprenditori e le società*, sesta ed., Milano, 1978, 541; OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 652; VIGHI, *I diritti individuali degli*

L'esame dei (deludenti) rimedi disponibili per il socio deluso da un concambio incongruo lascia apprezzare come ogni pregio, dal punto di vista normativo, sia stato attribuito alla stabilità della riorganizzazione dell'impresa, intesa, forse ingenuamente, come operazione in grado di creare valore. Ciò, beninteso, non significa che rimedi non vi siano, come si è precisato nel precedente paragrafo. Ma, anche esaminata dalla prospettiva dell'eventuale conguaglio, la partecipazione appare unitaria nei diritti che conferisce e la partizione tra un supposto intangibile valore attuale ed un valore atteso non pare avere rilievo, né sotto il profilo normativo né sotto il profilo estimativo né sotto il profilo rimediale. Può quindi concordarsi con il rilievo secondo cui "[L'art. 2501-bis comma 2 c.c.] consente un conguaglio monetario sostitutivo delle nuove azioni in caso di fusione. [La norma rivela] quindi l'esistenza nell'ordinamento di un principio [...] per cui l'interesse all'influenza sulla gestione sociale può essere, in certi casi, soddisfatto per equivalente monetario, cioè soddisfacendo l'interesse a maggiori utili potenziali"¹⁵².

13 Fusione, scissione: neutralità e discontinuità.

Al termine di questa disamina che ha avuto modo di chiarire i concetti funzionali al prosieguo dell'analisi, si può concludere che fusione e scissione si atteggiavano come negozi a causa astratta o neutra.

Su un punto i pratici paiono oggi concordare: la natura meramente modificativa di fusione e scissione; la tendenziale neutralità delle operazioni di fusione e di scissione, e sotto il profilo patrimoniale, e sotto il profilo personalistico. Il concetto di neutralità emerge come specificazione del più vasto principio di continuità.

Ma se si dimostrasse che non tutte le fusioni, che non tutte le scissioni

azionisti, Parma, 1902, 61 ss.; NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, IV, Milano-Torino-Roma, 1919, n. 1798, p. 472 ss., ivi cit.

¹⁵² PREITE, *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

si svolgano all'insegna della continuità, sia dell'elemento personale che di quello reale, delle due l'una: o quelle altre operazioni "discontinue" non sono fusioni e scissioni, oppure la definizione offerta dal formante dottrinale non è fedele.

Abbiamo accostato in questo capitolo le valutazioni messe in campo in fatto sia di fusione e scissione, sia di conferimento, notando dei profondo tratti di comunanza tra le stesse, che ci hanno fatto da un lato pervenire ad una nozione unitaria di valutazione, dall'altro trarre il corollario in termini di impatto di questo genere di operazioni sulle posizioni soggettive del singolo socio. E' legittimo l'accostamento o esso è frutto di un'erronea visuale? Esiste questo genere?

Già Ferro-Luzzi negli anni Novanta invitava ad interpretare in chiave unitaria¹⁵³, accostandole nel più vasto ambito delle vicende modificative dell'organizzazione sociale, queste operazioni¹⁵⁴.

Ci ha sinora accompagnato la bipartizione delle posizioni soggettive del socio. E' giunto il momento di chiudere questo capitolo. Se si accogliesse tale ragionamento, vi sarebbe il paradosso che segue.

Per un verso, le modalità di ristoro del danno che si possono dare a fronte della lesione dell'una e dell'altra posizione soggettiva ammontano comunque al solo ristoro per equivalente. E per inciso, pare alquanto difficoltosa sia la dimostrazione del danno da lesione alla redditività della partecipazione, sia l'individuazione di una

153 FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, *Riv. dir. comm.*, I, 1991, 1066: "Occorre, in altri termini, che al vertice la fusione venga intesa come "compenetrazione" di organismi sociali, dunque come trasformazione del vincolo sociale, e non già - come in altri tempi si è ritenuto - un fenomeno di scioglimento della società, né, e tra le due opinioni è un evidente connessione, come successione a titolo universale nel patrimonio. E' chiaramente, quella che sto ricordando, la tesi di Giuseppe Ferri [...] "La fusione delle società commerciali" [...] l'anno di pubblicazione è il 1936. Occorre inoltre, e in evidente connessione con la costruzione della fusione appena accennata, che il fenomeno societario (e più ampiamente il fenomeno associativo), sia inteso, ricostruito al vertice come una ipotesi di attività organizzata, oggettivamente considerata. Occorre cioè che si proceda nella ricostruzione dogmatica dei fenomeni associativi ponendo al centro di essi l'attività e la sua organizzazione, considerando poi in funzione della attività e della sua organizzazione i referenti oggettivi di questa attività e i comportamenti umani che il suo svolgimento necessariamente implica".

154 E puntualizza questo tratto MARCHETTI, *Spunti*, cit., 212, allorché discorre di "questa appartenenza, anche sotto il profilo giuridico, [di tali] operazioni ad unica "famiglia" e [della] loro riconducibilità, quindi, a diverse forme tecniche di realizzazione di obiettivi omogenei".

convincente modalità di riparazione a tale *vulnus*. Se il rapporto di cambio è incongruo la società dovrà i *restoration damages*. Dovrà restituire il socio sulla stessa curva di indifferenza sulla quale si trovava in precedenza.

La riprova è che ciò che viene in ogni caso privilegiato è la stabilità del nuovo assetto funzionale. La fusione non può essere posta nel nulla. Una diversa ripartizione delle azioni tra le società coinvolte è ammissibile?

La esecuzione in forma specifica si è visto essere ritenuta preclusa, per lo meno secondo l'opinione maggiormente condivisa. Dunque chi lamenti la lesione alla integrità della propria partecipazione e alla redditività della stessa è risarcito (ammesso, specie per questa seconda voce di danno, che riesca a darne la ben difficoltosa prova) per equivalente. Proprio con la stessa moneta, è il caso di dire, che *in thesi* non avrebbe potuto essere data prima, *ex professo*, come modalità di soddisfacimento del rapporto di cambio.

E' il caso di essere realisti. Datosi che sia stata attribuita una partecipazione nella società di arrivo della fusione minusvalente, e datosi che la minusvalenza è stata coperta mediante soddisfazione per equivalente monetario, *quale* giudice condannerebbe la società a risarcire *quale* danno?

Il criterio del risarcimento per equivalente è largamente usato dal legislatore della riforma del diritto societario. Lo si impiega per il conguaglio in denaro in genere, limitato al 10% del valore delle azioni assegnate; lo si utilizza senza limite con riguardo alle società non azionarie; lo si utilizza nei casi di operazioni straordinarie che coinvolgano minoranze esigue.

Lo studio del rapporto di cambio mette bene in luce che l'unica neutralità predicabile sia quella della applicazione generalizzata del rapporto di cambio medesimo. Ma lungi dal fare della determinazione di tale rapporto un mero esercizio matematico, si è visto come la componente negoziale sia una ineliminabile componente della determinazione del rapporto. Un rapporto di cambio incongruo,

purché accettato unanimemente, non potrebbe essere sindacato. Il fenomeno retrostante è chiaramente un trasferimento di ricchezza tra compagini sociali "e la discrezionalità [...] esprime in sostanza la valenza negoziale dell'operazione"¹⁵⁵.

Nella misura in cui è permesso che le rispettive compagini sociali soppesino il *trade off* tra il rendimento atteso delle partecipazioni attuali e quello atteso che le assegnande partecipazioni nella beneficiaria o nella incorporante, per effetto delle programmate prevedibili sinergie della *combined unit*, siano in grado di esprimere, esce scalfito il principio di neutralità. Nella misura in cui nella scissione sia consentito che a taluni soci non siano assegnate azioni proporzionalmente e addirittura che alcuni soci scompaiano definitivamente da una o più delle società risultanti, solo in senso economico ed anodino potrà continuare a parlarsi di neutralità.

E' dubbio se tali tratti di discontinuità, testé evidenziati, siano annoverabili in una congerie di disposizioni eccezionali, o non rappresentino piuttosto l'epifania d'una tendenza generale, in atto, a svalutare il diritto del socio per eccellenza: il diritto a rimanere socio.

155 Così PICCIAU, *Forme di Scissione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006, 1042.

CAPITOLO SECONDO

1 Dalla fusione alle fusioni. Le linee di semplificazione.

Il codice, sul piano delle enunciazioni, delinea un disegno unitario, per quanto composito, di operazione straordinaria, a cui pare giustapporre una serie di deroghe e di semplificazioni dettate in funzione ora dei tipi societari coinvolti, ora degli assetti proprietari¹⁵⁶. Le semplificazioni, come noto, originano dalla Legge delega per la riforma del diritto societario, art. 7 lett. a) L. 366/2001. Ivi si prevedeva l'opportunità di modulare la complessità del procedimento di fusione o di scissione in funzione della complessità della specifica operazione, alla dimensione ed alla complessità strutturale delle imprese partecipanti¹⁵⁷.

La realtà operativa mostra un'estrema eterogeneità di operazioni aventi ben poco in comune, a parte il *nomen iuris*.

In primo luogo, le operazioni straordinarie paiono bipartite in operazioni per le quali importa il rapporto di cambio e operazioni per le quali il rapporto di cambio non ha alcun rilievo¹⁵⁸. Il che si traduce sul piano economico-empirico in operazioni di acquisizione o comunque negoziate tra compagini contrapposte e, al contrario,

156 Ricorda ATLANTE, *La fusione semplificata*, Riv. Not., 2007, 637: "La delega legislativa per la riforma del diritto societario in tema di fusioni e scissioni (art. 7 della L. 3 ottobre 2001, n. 366) evidenzia l'istanza di « semplificazione » del procedimento, « nel rispetto, per quanto concerne le società di capitali, delle direttive comunitarie », al fine di evitare che le sue complessità e lunghezza possano comportare pesi ed oneri eccessivi, soprattutto rispetto alle fusioni cui partecipino società medio-piccole e/o a base sociale ristretta. Si era richiesto da più parti, già dopo l'attuazione della Direttiva comunitaria in tema di fusioni (D.Lgs. 22 del 1991), di modellare complessità e conseguentemente durata e costi del procedimento, in relazione da un lato al livello di difficoltà della specifica operazione di fusione e dall'altro alle dimensioni e strutture delle imprese partecipanti."

157 Così già SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Riv. Not., 2003, 890.

158 PORTALE, *Scissione parziale di società per azioni a favore della "controllante" totalitaria*, in *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1998, 362 ss.: "è stata reputata valevole anche per la scissione quell'affermazione della dottrina in tema di fusione per incorporazione secondo cui il rapporto di cambio è elemento essenziale della fattispecie, con la salvezza di quei casi in cui ne sia palesemente esclusa l'utilità".

operazioni di riorganizzazione infragruppo.

Una seconda linea vede contrapporsi le operazioni di riorganizzazione tra società che presentino o meno compagini sociali dotate di minoranze scarsamente significative.

Un'ultima linea di semplificazione è dettata in funzione dei tipi societari coinvolti a seconda che partecipino o meno società di tipo azionario e adduce ulteriori elementi di novità, su cui ci si intratterrà in seguito.

Ciascuna linea ora accennata comporta una semplificazione, che può giocarsi sul piano procedurale, documentale o temporale.

Accanto alle disposizioni semplificative di cui s'è detto, vi sono ulteriori norme che permettono semplificazioni generiche, nel senso di semplificazioni fruibili in qualunque caso da parte di qualsivoglia società, purché si incontrino i relativi presupposti. Ciò può sostenersi, nonostante la (soltanto apparente) disarmonia nei riguardi di un dato testuale che detta prescrizioni (appunto: soltanto all'apparenza) uniformi.

1.1 Public-held companies o società chiuse.

Si intende dire che, a ben vedere, le stesse, omologhe disposizioni dettate a proposito del procedimento di fusione e scissione in generale, vengono in rilievo ora per le cautele che impongono, ora per le accelerazioni (procedurali e temporali) che consentono, sol che i soci non allineati al gruppo di comando tollerino la semplificazione. Pare dimostrabile una sequenza univoca, sul piano operativo, di questo tenore. Nelle *public held companies* la frammentazione dell'azionariato disegna quello scollamento tra *power* e *property* ben studiato nella letteratura d'oltreoceano sotto il nome di *agency problem*¹⁵⁹. Il problema che si intende risolvere in tali operazioni è

159 V. per tutti ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006, 8 ss.: "il problema che sorge quando ad un soggetto è affidata la cura di altrui interessi

infatti, prima di tutto, assicurare l'allineamento degli obiettivi del management a quelli della proprietà. Una indubbia spia testuale nel codice civile si ha nell'art. 2501-ter comma 1, n. 8 che impone agli amministratori di individuare sin dal progetto gli eventuali vantaggi particolari che agli stessi possano derivare dalla fusione¹⁶⁰. La cifra di questo tipo di operazioni si ritrova nella correttezza procedimentale. E' tramite l'imposizione di regole procedurali che si mira ad evitare un colpo di mano da parte dell'organo amministrativo ai danni della maggioranza che lo ha espresso, non dissimilmente dalla *ratio ratio* (o, quanto meno, da una delle *ratio*) posta alla base del divieto di assistenza finanziaria ex art. 2358 c.c.¹⁶¹. Dunque la correttezza procedurale in siffatte operazioni declina con evidenza il *duty of disclosure* incombente sull'organo amministrativo. Per altro verso, l'ulteriore tratto caratteristico di tali operazioni consiste nell'asimmetria informativa tra la maggioranza e la minoranza, onde ne segue un dovere di informativa e di trasparenza sull'organo amministrativo nella determinazione del rapporto di cambio, al fine di

ed il loro titolare non è in grado, o lo è solo limitatamente, di influenzarne l'azione".

160 C.d. "*side payments*" quali, tipicamente, un posto nel c.d.a. della società incorporante all'esito della fusione; la stipula di contratti di consulenze ecc., v. VICARI, *op. cit.*, 235, nt. 24.

161 Come emerge dalla copiosa letteratura in tema, può qui sinteticamente ricordarsi che la norma, per un verso, protegge in chiave preventiva dagli annacquamenti del capitale sociale che si realizzano in caso di acquisto di azioni proprie; per altro verso e più significativamente tutela il principio di parità di trattamento tra gli azionisti e reprime comportamenti infedeli dell'organo amministrativo nei confronti della proprietà. Più esplicitamente, viene contrastato così il tentativo di avvantaggiare la sottoscrizione azionaria di alcuni soci a scapito di altri, in ossequio al principio di parità di trattamento degli azionisti, come pure il tentativo di inquinare la composizione azionaria da parte dell'organo amministrativo, mediante la prestazione di assistenza a terzi compiacenti. Nei termini ora riferiti, ma senza prendere posizione su quale esigenza risulti preminente, CARBONETTI, *Assistenza finanziaria per l'acquisto o sottoscrizione di azioni proprie*, in D'Alessandro (diretto da) *Comm. romano al nuovo diritto delle società*, II, 1, Padova, 2010, *passim*. In generale sulle ragioni giustificatrici della norma v. FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, *La seconda direttiva CEE a cura di Buttaro e Patroni Griffi*, Milano, 1984, 427 ss.; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato Colombo - Portale*, 2, Torino, 1991, 473 ss.; D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni*, *Contr. impr.*, 1993, 1018 ss.; VANONI, *Sottoscrizione di proprie azioni e altre operazioni*, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Campobasso, Milano, 2003, 451 ss.; VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, 10 ss.

evitare che i soci di riferimento possano "trarre dei benefici dal controllo"¹⁶², come usa dirsi.

Proprio perché l'organo amministrativo potrebbe non essere del tutto fedele agli azionisti che lo hanno nominato o, pur essendolo, non è detto che la relativa azione, quasi in ossequio ad un *fiduciary duty* verso i soci di minoranza, si espliciti quanto meno colla minima garanzia che sia evitata una *fraud on the minority*, il legislatore innanzitutto obbliga lo stesso organo amministrativo alla piena *disclosure* delle procedure e valutazioni seguite nella determinazione del rapporto di cambio, da consacrare in apposito documento (la relazione dell'organo amministrativo); quindi appronta l'ulteriore antidoto di una relazione redatta da esperti indipendenti, che sono chiamati ad esprimersi sulla congruità del giudizio valutativo seguito dall'organo amministrativo. In tal modo si manifesta l'estrinsecazione del *duty of care* da parte dell'amministrazione, posto che evidentemente la stessa non potrà limitarsi a generiche asserzioni ma dovrà argomentare la funzionalità della operazione proposta al perseguimento dell'interesse sociale.

¹⁶² V. in proposito ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000, 509 e ss., ove si legge: "Per benefici privati del controllo s'intendono le utilità, diverse dalla partecipazione agli utili in forma di dividendi e di capital gain, che i gruppi di comando riescono a trarre dall'esercizio del controllo su una società" e cfr. già ASCARELLI, *In margine alla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in *Id.*, *Studi in tema di società*, Milano, 1952, 139 ss., ove si precisa che: "il controllo [è] fonte - diretta o indiretta - di lucri, indipendenti da quelli spettanti a tutti gli azionisti". V. inoltre MINERVINI, *Gli interessi di amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di ABBADESSA E PORTALE, II, Torino, 2006; VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: Tutela degli investitori e governance delle società quotate*, in *Banche Italiane e Governo dei Rischi*, a cura di Bracchi G. e Masciandaro D., Roma, 2008; MONTALENTI, *Operazioni con parti correlate*, in *Giurisprudenza Commerciale*, III, 2011; CIAN, TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014; GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, Quaderni romani di diritto commerciale, Milano, 2014, 61 e ss.; CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile Ias 24. Strumenti di controllo e metodologie applicative*, Dicembre 2015; MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, 702 ove si sottolinea che la criticità delle operazioni con parti correlate deriva dalla circostanza che l'interesse della società alla creazione di valore per tutti gli azionisti e quello della parte correlata alla massimizzazione del proprio utile personale possono trovarsi in conflitto tra loro.

Se ciò vale per le *public companies*, ben diversa appare la situazione nelle società chiuse (di qualunque tipo: azionario o meno, esse siano). In questa seconda serie di ipotesi, le norme prima citate vengono in rilievo non tanto per ciò che impongono, quanto per ciò che consentono, previo consenso unanime dei titolari dell'interesse inciso. E appunto, i soci (verrebbe da dire, ed in molti casi è a dirsi: i soci-amministratori) potranno fare a meno della relazione dell'organo amministrativo, del parere di congruità degli esperti, del termine che deve intercorrere tra deposito del progetto e decisione sulla scissione, così economizzando tempo e risorse economiche, *purché la minoranza sia consenziente*. Ciò implica che, al fine di realizzare notevoli economie (che sarebbero impensabili in una società ad azionariato diffuso), i soci di riferimento devono scendere a patti con la minoranza. L'unanimità, prevista per ottenere gli esoneri, è la cifra dell'altissima tutela offerta in queste ipotesi alla minoranza.

1.2 Semplificazioni nelle operazioni infra-gruppo.

Ma v'è di più. Alla dicotomia ora tracciata si contrappone una ulteriore direttrice di semplificazione, che solca l'intero panorama dei tipi societari, volta a privare di qualunque rilevanza il rapporto di cambio summenzionato allorquando l'operazione fusoria o scissoria sia intrapresa all'interno di un gruppo societario.

Il legislatore configura in questi casi un vero e proprio diritto dei soci di riferimento di realizzare lo *squeeze out* della minoranza, dedicando a quest'ultima, quale contrappeso, una tutela di carattere meramente patrimoniale.

Quale spazio residui al principio di continuità, per come tradizionalmente inteso, non è chi non veda. Quivi gli spunti per verificare il significato del rapporto di cambio nelle fusioni e scissioni semplificate; se sia ammissibile ed entro quali margini, attuare il c.d. disinteressamento del socio; quali ne siano le conseguenze e quali le

implicazioni in relazione alle modalità di adozione della delibera che approva il progetto di fusione o scissione, e quali ne siano le ripercussioni in relazione al rapporto di cambio, inteso come cuore della nozione di fusione.

2 Il rapporto di cambio dal punto di vista giuridico-sostanziale e la neutralità causale delle operazioni straordinarie.

Si è andata argomentando nel precedente capitolo la tesi secondo cui la fusione è uno schema neutrale perché la stessa operazione straordinaria è connotata dall'indifferenza causale¹⁶³.

Ciò significa non già, evidentemente, che le società possano fondersi senza motivo, bensì che le società possono legittimamente addivenire alla fusione senza dover esplicitare *perché lo fanno*¹⁶⁴. E si è visto nel

163 Così BIANCHI, *La congruità, cit.*, 81. E' uscita sconfitta dalla riforma la tesi (MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991) secondo cui la fusione avrebbe una particolare causa industriale, consistente nell'aggregazione industriale delle imprese societarie. La polemica è affine al ben noto problema della ammissibilità delle operazioni di *leveraged buy out*; prima che il legislatore provvedesse espressamente in materia, legiferando con la introduzione dell'art. 2501-bis c.c., era difesa dal medesimo Montalenti la tesi secondo cui tali operazioni potessero essere considerate ammissibili soltanto in costanza di una valida ragione industriale a supporto. Oggi l'art. 2501-bis palesa la propria indifferenza per il dilemma interpretativo appena posto. Anche valide ragioni finanziarie e non soltanto industriali possono legittimare tale operazione. Si prescinde qui dai rilievi di natura fiscale che potrebbero muoversi alla tesi qui difesa, per i quali v. art. 11 direttiva 90/434/CEE del 23 luglio 1990, sul regime fiscale applicabile alle fusioni, alle scissioni, ai conferimenti d'attivo ed agli scambi d'azioni concernenti società di Stati membri diversi, la quale consente agli Stati membri di rifiutare l'applicazione delle norme contenute nella direttiva ove risulti che l'operazione straordinaria abbia come obiettivo principale la frode o l'evasione fiscale (così CASSOTTANA-NUZZO, *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006, 147).

164 Agli stessi esiti si perviene nell'esperienza nordamericana, se si pone mente alla tematica delle fusioni *parent-subsidiary*. La sentenza della Delaware Supreme Court *Weinberger v. UOP* del 1983 segna un *turning point* rispetto al precedente orientamento delle corti (per il quale v. *Singer v. Magnavox Co.*, 380 A.2d 969 (Del. 1977)). Tale sentenza ha escluso che sussista un dovere da parte degli amministratori di giustificare il *business purpose* dell'operazione. Ad una giustizia di tipo sostanziale è subentrato un criterio di giustizia di tipo procedurale: "*The defendants contend that the purpose of this merger was not a proper subject of inquiry by the trial court. The plaintiff says that no valid purpose existed - the entire transaction was a mere subterfuge designed to eliminate the minority [...]. The requirement of a business purpose is new to our law of merger and was a departure from prior case law [...]. In view of the fairness test which has long been applicable to parent-subsidiary mergers [...], the expanded appraisal remedy now available to shareholders,*

capitolo precedente che questa conclusione è il corollario della dimostrazione che la problematica attinente alla determinazione del rapporto di cambio ed alla relativa congruità riguarda unicamente i soci delle società coinvolte, non avendo alcun rilievo per i terzi creditori¹⁶⁵.

A questo punto mette conto segnalare l'esistenza di un diverso avviso in merito. Si tratta di un ordine di idee certamente non nuovo, grosso modo compendiabile nel rilievo che la fissazione del concambio è materia di interesse sociale e non di esclusivo interesse privato dei singoli soci¹⁶⁶.

Questa tesi non fa altro che riproporre, sia pure in mutati termini, la questione della causa della fusione. Sostenere che la fissazione del rapporto di cambio sia pertinente all'interesse sociale significa a ben vedere imporre un dovere di azione in capo all'organo amministrativo. Significa, a voler estremizzare, che alcune fusioni e non altre potrebbero essere condotte in porto in quanto alcune, ma non altre, risponderebbero alla più generale "causa aggregativa" e cioè, in ultima analisi, alla creazione di valore per i soci.

In quest'ottica, il dovere degli amministratori di ciascuna società coinvolta sarebbe quello di negoziare il concambio tendenzialmente massimo: "*hard bargain for bigger stakes*"¹⁶⁷. Idea che tuttavia merita una rimediazione critica. Non pare corretto sostenere che la funzione economica della operazione straordinaria debba necessariamente vedersi nella creazione di valore per i soci.

Per contro, nell'ottica tradizionale si è soliti discriminare l'interesse sociale, che si identificherebbe nell'interesse alla conservazione del

and the broad discretion of the Chancellor to fashion such relief as the facts of a given case may dictate, we do not believe that any additional meaningful protection is afforded minority shareholders by the business purpose requirement [...]. Accordingly, such requirement shall no longer be of any force or effect" (Weinberger v. UOP, 457 A.2d 701, 715) (Del. 1983).

165 V. VICARI, *op. cit.*, 2, sul problema di quale sia l'interesse sociale rilevante in caso di fusione e come si possa distinguere quest'ultimo dall'interesse individuale dei singoli soci.

166V. VICARI, *op. cit.*, 2.

167 GRASSETTI, *Fusione, cit.*, 795: "L'interesse sociale dell'incorporanda, cioè l'interesse comune di tutti i soci dell'incorporanda, è quello di ottenere il rapporto di cambio massimo". Per quest'ordine di idee VICARI, *op. cit.*, 1 ss..

patrimonio della società, dall'interesse individuale, che si tradurrebbe nell'interesse alla congruità del rapporto di cambio¹⁶⁸.

Secondo altri, l'interesse sociale non risiederebbe semplicemente nell'interesse alla conservazione del patrimonio sociale, bensì in quello alla massimizzazione del profitto¹⁶⁹.

Ma, al riguardo, da un lato mi sentirei di condividere l'opinione di chi opina che "il dovere di conservare il patrimonio e il dovere di massimizzare il valore delle azioni sono in realtà, tendenzialmente, uno solo: poiché la realizzazione dell'interesse sociale alla massimizzazione del valore delle azioni dovrebbe presupporre, sul piano economico, la conservazione del patrimonio"¹⁷⁰.

Dall'altro direi che nulla di nuovo questo modo di ragionare apporta al tema dell'ispezione della operazione straordinaria in sé e per sé considerata.

Si intende che, se pure non è seriamente dubitabile che l'interesse sociale, alla cui stregua parametrare l'agire dell'organo amministrativo, coincida con l'interesse alla massimizzazione della redditività dell'investimento dei soci nella società¹⁷¹, non condivisibile è la conclusione che gli amministratori debbano determinare un rapporto di cambio che, affinché possa dirsi congruo, debba essere quello massimo possibile¹⁷². Ciò si argomenta dalla estrema eterogeneità delle operazioni straordinarie; pensiamo ai casi di una fusione liquidativa in cui soltanto dalla sinergia dell'azione comune potrà spuntarsi per i soci dell'una società coinvolta un attivo di

168 MESSINEO, *Impugnativa di delibera di fusione e interesse dei singoli soci*, Riv. Soc., 1957, 220 ss. e spec. 233: "Più seria, a prima vista, apparirebbe l'altra considerazione: ossia, l'interesse della società incorporanda a che, a ciascun socio, sia riconosciuto, in sede di concambio, il massimo valore e, comunque, un valore non inferiore al valore dell'azione della società medesima. Replichiamo: è vero; ma si tratta di ... interesse dei singoli soci e - di nuovo - non di interesse della società. Invero, i destinatari del concambio [...] sono proprio i soci. (In corsivo nel testo).

169 E in questo senso v. ora VICARI, *op. cit. passim*.

170 DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques - J.R. Macey, Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules)*, Giur. Comm., 2002, I, 585.

171 MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, Riv. Soc., 1956, 434 ss. 453 ss. spec.

172 Così invece GRASSETTI, *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, Giur. Comm., 1979, I, 794 ss.

liquidazione soddisfacente; pensiamo al caso di una società già in liquidazione, dotata di *assets* iscritti in bilancio ad un valore addirittura negativo, poiché in ipotesi i costi di dismissione sono superiori al probabile valore di realizzo, cui si offra la possibilità di riprendere il *going concern* proprio tramite una fusione con una società *in bonis*. Ebbene è evidente come in queste ipotesi il rapporto di cambio scontrerà in elevata misura tale situazione di necessità e sarà determinato per via prettamente negoziale, in misura, si intende, anche lontana dal raffronto tra valori contabili o financo dai reali valori espressi dalle società partecipanti.

L'indifferenza causale della fusione e della scissione non deve insomma temere di ricevere smentite sotto il profilo della fissazione del rapporto di cambio.

"Nè i principi generali in materia di fusione né le specifiche disposizioni della relativa disciplina sembrano giustificare un'interpretazione restrittiva tale da fare ritenere l'operazione come preordinata alla creazione di valore per gli azionisti"; "è arbitraria la pretesa di poter accertare al momento dell'approvazione del progetto di fusione l'idoneità della fusione alla creazione di valore"¹⁷³.

L'indifferenza causale è dunque il corollario dell'ammissibilità del perseguimento di varie finalità, aventi tutte pari dignità per il legislatore, nei limiti delle norme imperative.

Alle varie finalità fanno da contrappunto differenti possibili dislocazioni degli interessi dei soci e, di riflesso, differenti articolazioni delle operazioni straordinarie. Si faccia il seguente esempio: ipotizziamo che una società esercente attività bancaria a livello locale sia controllata, quasi interamente, da una società bancaria di dimensioni internazionali, mentre la restante parte di azioni, per ipotesi inferiore al 10% al momento di attuazione della divisata incorporazione, è nelle mani di risparmiatori locali.

¹⁷³ BIANCHI, *La congruità*, 89, il quale osserva: "L'unico limite ricavabile dalla disciplina della fusione è che l'operazione garantisca almeno un patrimonio netto attivo anche se eventualmente inferiore a quello della società *in bonis* preesistente".

E' noto come nelle fusioni infra-gruppo spieghi efficacia la teoria dei vantaggi compensativi¹⁷⁴.

Secondo il disposto dell'art. 2497 c.c. le società che esercitano attività di direzione e coordinamento in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale sono direttamente responsabili *nei confronti dei soci* delle società figlie.

Ora, quel che mi preme sottolineare, proseguendo con l'esempio sopra tratteggiato, è che siffatta teoria non necessariamente può dirsi costituire una valida esimente per gli organi amministrativi soltanto allorquando vi sia stato un positivo riverbero sul valore dei titoli della società post-fusione¹⁷⁵.

Può dirsi che gli amministratori abbiano trasgredito il loro dovere di lealtà verso l'azionariato laddove il rapporto di cambio sia stato determinato in misura tale da non garantire la perfetta equivalenza economica tra l'*aliquid datum* (le vecchie azioni) e l'*aliquid retentum* (le nuove), ma queste ultime abbiano un valore in ipotesi inferiore alle seconde? A mio modo di vedere la risposta sarà di segno negativo, sol che possa concretamente attribuirsi un notevole vantaggio, sia pure estrinseco, ai soci, per il fatto che ora essi partecipino ad una primaria banca i cui titoli risultano quotati in un mercato regolamentato ed abbiano pertanto la correlata possibilità di disinvestire se e quando lo riterranno opportuno, laddove in precedenza erano *prisoner de son titre*¹⁷⁶.

E' plausibile, è anzi inevitabile, che tale vantaggio collaterale sia fatto pesare al momento della determinazione del rapporto di cambio.

I problemi sollevati e le soluzioni concepite per risolverli sono assai diversi nei tre casi tipologici sopra tracciati. Da un lato, come si sa, la

174 Il punto di contatto con la teoria dei vantaggi compensativi è colto già da MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, Giur. Comm., 1995, I, 710 ss.

175 Così invece VICARI, *op. cit.*, 30, il quale sostiene che per dirsi che è stata fatta applicazione della teoria dei vantaggi compensativi va dimostrato, azioni alla mano, che il valore non è sceso.

176 Per GRASSETTI, *Fusione*, 795 invece "l'interesse sociale dell'incorporanda, cioè l'interesse comune di tutti i soci dell'incorporanda, è quello di ottenere il rapporto di cambio massimo".

negoziante del rapporto di cambio è l'elemento principale nella decisione di dare vita alla *combined entity*. E' l'elemento, attorno al quale ruotano già gli accordi di fusione. Ma ciò resta indubbio nelle operazioni straordinarie negoziate, il cui significato aziendalistico può descriversi nei termini di *acquisition*¹⁷⁷. Affatto diverse devono considerarsi le operazioni, di indole più schiettamente gestionale, in cui la società controlla del tutto (o quasi) altra società (o ne è controllata). In secondo luogo, la procedimentalizzazione dell'operazione si rivela congeniale alle operazioni straordinarie di maggiori dimensioni. In queste, le disposizioni codicistiche pongono e risolvono una serie di conflitti: tra soci di maggioranza e di minoranza, tra soci e soci potenziali (i.e. titolari di obbligazioni convertibili in azioni), tra soci e creditori, solo per citare i più rilevanti. E del resto, per le società quotate¹⁷⁸, o che esercitano particolari attività, quali l'attività bancaria od assicurativa, il procedimento viene a complicarsi, infittendosi di autorizzazioni e controlli esterni demandati alle autorità di riferimento. Viceversa, quando si fondono o scindono società non azionarie, l'interprete deve registrare: una drastica riduzione dei termini procedimentali; la possibilità di un rilevante scostamento dalle prescrizioni comunitarie in fatto di fusione (o scissione): possono partecipare alla operazione straordinaria anche le società che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo di liquidazione. Vi è poi una disposizione dirompente (per quanto sostanzialmente negletta dalla dottrina): non ci sono limiti al conguaglio in denaro nella fissazione del rapporto di cambio.

177 Con le relative ricadute in termini di avanzo e disavanzo di fusione di tali operazioni si sono già prese in considerazione nel precedente capitolo.

178 V. art. 70 T.U.F.: "Gli emittenti azioni, almeno trenta giorni prima dell'assemblea convocata per deliberare sulla fusione o sulla scissione, mettono a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicata dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies, la documentazione prevista dall'articolo 2501-septies, numeri 1) e 3) e dagli articoli 2506-bis e 2506-ter del codice civile. La relazione illustrativa dell'organo amministrativo prevista dagli articoli 2501-quinquies e 2506-ter del codice civile è redatta secondo i criteri generali indicati nell'Allegato 3A e resa pubblica con le modalità indicate dagli articoli 65-quinquies, 65-sexies e 65-septies".

3 Le fusioni prive di rapporto di cambio (Short-form mergers).

Si è visto nel paragrafo precedente che il rapporto di cambio pertiene unicamente ai rapporti tra i soci delle società coinvolte.

Il rapporto di cambio è posto dall'art. 2501-ter c.c. tra gli elementi fondamentali della fattispecie.

Eppure, poco oltre, nel codice si legge di fusioni in cui il rapporto di cambio è completamente privo di ogni rilievo che non sia quello da annettersi alla sua plateale assenza.

Si tratta di una infedeltà definitoria non nuova, né ignota all'interprete accorto. Così pure, nella materia dei contratti, il legislatore parla di causa come di elemento essenziale. Poi, sondando le pieghe del codice, l'interprete si familiarizza (verrebbe da dire: rassegna) all'idea di chiamare causa vuoi la presenza, vuoi l'assenza di una controprestazione o di una repromissione onerosa. La causa è infatti presente nella definizione del contratto, dunque è elemento da ritrovarsi in ciascun tipo contrattuale, tanto nei contratti onerosi, in cui assume le forme della controprestazione o repromissione onerosa, quanto nei contratti liberali, in cui assume le forme della assenza di qualunque controprestazione o repromissione onerosa¹⁷⁹.

Insomma, una prima bipartizione tra le operazioni straordinarie taglia l'intero novero delle disposizioni della relativa disciplina: la presenza o l'assenza di un rapporto di cambio nella operazione straordinaria¹⁸⁰.

179 MONATERI, *Contratto e trasferimento della proprietà*, Torino, 2009.

180 Chiaro in tal senso già Trib. Udine, 18 e 20 agosto 1997, *Società*, 1998, 82 ss.: "le norme che prevedono che, nel caso di fusione o scissione, la congruità del rapporto di concambio debba essere oggetto della relazione di esperti estranei alle società interessate sono dettate nell'interesse dei soci la cui partecipazione si trasferisce da una società ad un'altra ed a garanzia della conservazione del reale valore delle azioni o quote possedute; ne deriva che, ove non vi è ragione di temere che la fusione e la scissione possano determinare una variazione della reale consistenza della partecipazione dei soci delle società interessate, un rapporto di concambio non ha ragione di essere determinato o, comunque, la delibera di fusione o di scissione se ne può discostare. Ciò avviene non solo nei casi previsti dalla legge (fusione per incorporazione di società interamente posseduta, scissione con costituzione di nuova società le cui azioni o quote vengano assegnate ai soci della società scissa in base ad un criterio proporzionale), ma anche in tutti i casi in cui sia ravvisabile una eadem ratio".

Le operazioni che coinvolgono società portatrici ognuna di una composizione sociale distinta dalle altre sono quelle in cui è destinata a venire in rilievo l'intera panoplia di tutele di cui agli art. da 2501-ter a 2501-septies c.c.: in queste operazioni sarà cruciale la determinazione del rapporto di cambio e potranno spiegarsi le connesse salvaguardie a tutela del diritto informativo dei soci, dalla relazione dell'organo amministrativo alla relazione degli esperti al deposito della documentazione previsto ex art. 2501-septies.

Laddove completamente diverse paiono le problematiche sollevate dalle fusioni di società interamente o quasi interamente possedute, le quali possono essere definite come "processi di chiarificazione giuridica della concentrazione economica delle imprese"¹⁸¹.

La norma specifica in tema di fusioni di società controllate al 100% disattiva tutto l'articolato normativo pertinente al rapporto di cambio, perché si tratta di ipotesi in cui non esiste rapporto di cambio, posto che le partecipazioni non possono concambiare per disposizione di legge (art. 2504-ter c.c.). La riforma del 2003 ha deciso di rompere col passato, attribuendo la competenza a decidere le fusioni le scissioni in questi e in consimili casi all'organo amministrativo, sempre che lo statuto dell'incorporante/beneficiaria, unica società in cui si dà la presenza di un dibattito tra soci, lo consenta¹⁸². In questo modo è stato riconosciuto il rilievo gestorio che in queste ipotesi ha l'operazione straordinaria, che si configura come una contrazione della struttura del gruppo *sive* come un accorciamento della struttura di comando del gruppo stesso.

Pare rilevante mettere in luce questo aspetto: l'unico tratto che queste operazioni di fusione e scissione conservano in comune con quelle non semplificate e che potrebbero definirsi schematicamente "negoziate", è l'essere articolate in un procedimento bifasico, che si articola in decisione di fusione e momento attuativo della stessa. Nel mezzo vi è,

181 MENGONI, *Appunti, cit.*, 452.

182 Con probabile violazione del diritto comunitario da parte del legislatore italiano nell'attuazione della direttiva 5 aprile 2011 n. 2011/35/UE, che al riguardo dispone un obbligo vero e proprio.

mi pare, soltanto l'opposizione dei creditori a rendere ragione della permanenza di una struttura bifasica¹⁸³. E' soltanto questo rimedio, che le direttive non impongono, ma che la nostra tradizione perpetra, a rendere inevitabile l'articolazione procedimentale nei termini suddetti.

E però, forse, proprio l'osservazione che al riguardo si versa in una concentrazione patrimoniale che non può avere alcun effetto ai danni dei creditori, avrebbe potuto portare ad una fusione monofasica¹⁸⁴.

Difficile infatti che i creditori possano provare di ricevere un danno dalla operazione straordinaria, posto che hanno concesso credito ad un'entità che essi ben sapevano (o ben avrebbero potuto sapere) essere null'altro che un'articolazione della prima.

Diversamente, se il legislatore nostrano avesse riconosciuto l'intima essenza dello strumento dell'opposizione, ben potrebbe una fusione determinarsi *uno actu* per decisione della controllante totalitaria, come avviene nell'esperienza di *common law*.

Secondo la *Delaware General Corporation Law, Section 253*, infatti, le c.d. *short-form mergers* - nella cui dicitura sono per vero comprese non solo le fusioni tra società interamente controllate, ma pure quelle in cui la percentuale di voti che la controllante esprime nella controllata sia almeno pari al 90%¹⁸⁵ - sono decise per atto unilaterale del *board* dell'incorporante, fatta salva l'ipotesi in cui la società superstite all'esito della fusione non sia la controllante (*reverse merger*), sibbene la controllata, per la quale evenienza continua ad essere richiesto il

183 V. art. 2501-ter c.c. Il progetto di fusione deve essere come è noto depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese del luogo ove hanno sede le società partecipanti. Il deposito, e non tanto la susseguente iscrizione dello stesso, ha la funzione di discriminare i creditori che potranno (perché anteriori) da quelli che non potranno opporsi alla fusione. Da alcuni si ritiene infatti possibile che i soci all'unanimità accorcino ulteriormente il procedimento, rinunciando al termine tra il deposito del progetto e l'iscrizione dello stesso, perché soltanto il primo sarebbe imprescindibile. E del resto, in quest'ottica il fatto che il progetto sia allegato alla delibera evita l'assurdo di una conoscibilità della delibera anteriore alla conoscibilità dello stesso progetto. Così Triveneto L.A.1.

184 Così SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Riv. Not., 2003, 904, nt. 21.

185 Su cui v. infra il commento al ns. art. 2505-bis c.c.

voto dei soci dell'incorporante¹⁸⁶. La normativa italiana è dunque una pressoché pedissequa trasposizione della direttiva europea.

3.1 Le semplificazioni attingibili; relativa estensione e problemi aperti.

Vediamo più nel dettaglio le semplificazioni in parola.

Innanzitutto la decisione di fusione spetta, in mancanza di contraria determinazione statutaria, all'organo amministrativo, se ciò contempla lo statuto.

Questa semplificazione è prevista anche per le fusioni e scissioni di società controllate al 90%; ma in ambo i casi i soci che radunino più del 90% delle azioni o delle quote possono richiedere che la competenza in materia sia riportata alla decisione assembleare.

E' stato notato come la norma, se è bensì vero che, con riferimento alle società di capitali, sottende una presa d'atto dell'indole prettamente gestoria che le operazioni straordinarie in commento configurano, implichi un notevole distacco dai tratti tipologici delle società personali, spostando la competenza decisionale dalla figura del socio, centrale, a quella dell'amministratore¹⁸⁷.

Ed essa era già prevista dalla III direttiva in materia societaria, anche in termini più vasti; vale a dire per l'incorporante in fusioni di società di ogni tipo, purché il progetto di fusione fosse reso pubblico almeno un mese prima della riunione assembleare delle società incorporande, gli azionisti dell'incorporante potessero prendere visione del progetto, dei conti annuali e delle relazioni sulla gestione degli ultimi tre esercizi, nonché della situazione patrimoniale, delle relazioni degli amministratori e degli esperti, presso la sede sociale; infine la semplificazione veniva ammessa purché fosse concesso ai soci detentori di una quota di capitale minimo dell'incorporante di

¹⁸⁶ KENYON-SLADE, *Mergers and takeovers in the US and UK, Law and Practice*, Oxford, 2004, 62.

¹⁸⁷ CAGNASSO, in COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO, MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004, *passim*. E ciò a voler prescindere dalla problematica della ammissibilità della figura dell'amministratore non socio nelle società personali.

ripristinare la competenza assembleare¹⁸⁸.

Si affrancano gli organi amministrativi dall'incombente di precisare nel progetto del rapporto di cambio modalità di assegnazione delle partecipazioni e data a partire dalla quale le stesse partecipino agli utili. Inoltre, la norma fa salva l'applicazione dell'art. 2501-ter, terzo e quarto comma, nonché, per la sola società incorporante (beneficiaria, nella scissione) dell'art. 2501-septies c.c. (deposito di atti presso la sede sociale o, oggi, sito internet della società), esentando dal deposito di atti la società incorporanda.

Per un probabile difetto di coordinamento la norma da ultimo citata non è richiamata dalla disciplina scissoria e prudenzialmente la più gran parte degli interpreti non la ritiene ad essa estensibile¹⁸⁹.

Tornando all'analisi del testo normativo, si nota come le prime disposizioni summenzionate si riferiscono all'iscrizione a r. i. del progetto di fusione ed al termine dilatorio che deve trascorrere tra pubblicazione del progetto e decisione in ordine allo stesso. La prima delle citate disposizioni è una norma posta a chiara tutela dei terzi. La seconda, all'opposto, prevede un termine dilatorio che consente ai soci di raccogliere informazioni sulla fusione e giungere così preparati alla discussione assembleare. Ma poiché nel caso di specie la decisione di fusione spetta all'organo amministrativo, il mantenimento del termine dilatorio riesce di difficile giustificazione¹⁹⁰. L'ultima delle semplificazioni evocate attiene al deposito di atti presso la sede sociale e al relativo termine dilatorio che deve trascorrere tra deposito e decisione di fusione o scissione. Nel prevedere che tale ultima norma debba essere applicata soltanto con riferimento alla società incorporante, che è quella che controlla per intero l'altra società, da un lato si appalesa come gli unici soggetti meritevoli di tutela siano

188 SANTAGATA, *op. loc. ult. cit.*, 443.

189 Si veda al riguardo *amplius* il capitolo seguente.

190 Ed è probabilmente una svista del legislatore. V. infatti MAGLIULO, *NDS*, 2013, 76. Il quale nota che nella fusione per incorporazione di società possedute al 90% il termine di trenta giorni di cui all'art. 2501-ter c.c. va riferito alla data fissata per la decisione della società incorporanda, che è necessariamente appannaggio dell'assemblea, e non dalla data della decisione dell'organo amministrativo dell'incorporante.

legalmente rinvenuti nei soci della società beneficiaria; dall'altro si legittima la conclusione che l'unico interesse tutelato dalla norma (art. 2501-septies c.c.) sia quello dei soci (della incorporante) *e non dei creditori della incorporata*.

Nelle ipotesi ora viste il rapporto di cambio non rileva; non rileva il perseguimento di una causa tipica, nemmeno sotto il profilo della massimizzazione della redditività della partecipazione, come già visto. Si tratta di operazioni di carattere gestorio.

L'art. 7 della Legge delega ha previsto che la disciplina della scissione fosse volta a "semplificare e precisare il procedimento, nel rispetto, per quanto concerne le società di capitali, delle direttive comunitarie". E così, è sin da subito sembrato fruibile ai pratici il procedimento di fusione e di scissione semplificata a tutte quelle operazioni che presentano il medesimo connotato della assenza del rapporto di cambio, eletto a tratto tipologico dal legislatore di una serie di vicende di rapporti non a priori definita, che spetta dunque all'interprete enucleare previo riscontro dell'*eadem ratio*.

La via, del resto, è stata tracciata ben prima che la riforma delle società di capitali recasse le cennate semplificazioni, dal Tribunale di Milano, che già negli anni Novanta sanciva come la procedura semplificata potesse trovare spazio tutte le volte in cui non vi fosse necessità di determinare il rapporto di cambio¹⁹¹.

Ancorché si discuta se l'applicazione della norma semplificatrice veda o meno quale presupposto il pre-possesso del quantitativo richiesto di quote o azioni prima dell'approvazione del progetto di fusione¹⁹² o

191 Trib. Milano, 4 maggio 1999, *Soc.*, 2000, 333.

192 Cfr. Trib. Milano, nota del 29 settembre 1988, *ined.*, in AGOSTINI - NOTARI (a cura di), *Raccolta sistematica delle massime ufficiose del tribunale di milano in tema di omologazione di atti societari*, in www.consigionotarilemilano.it: "Nel caso di fusione senza determinazione della ragione di cambio, stante il possesso da parte dell'incorporante dell'intero capitale dell'incorporata, tale possesso deve risultare dalla situazione patrimoniale dell'incorporante. Laddove tale condizione non si verifichi perché l'acquisto della partecipazione è, in tutto o in parte, successivo alla data della situazione patrimoniale allegata, sono necessarie la prova documentale dell'acquisto e l'allegazione di altra situazione patrimoniale, firmata dagli organi di amministrazione e di controllo, dalla quale risultino il possesso della partecipazione e le variazioni intervenute a seguito dell'acquisto; in mancanza la delibera di fusione non potrà essere omologata. Analoghi principi

addirittura prima della redazione del progetto stesso, o se sia sufficiente che tale condizione si verifichi in sede di atto di fusione¹⁹³, più non si dubita che la semplificazione in commento sia praticabile in tutti casi in cui un rapporto di cambio sia superfluo o aritmeticamente certo. Il che è a dirsi sicuramente per il caso di fusione inversa¹⁹⁴, nonché di fusione tra società partecipate dagli stessi soci, nelle stesse proporzioni. Questa applicazione estensiva della norma, lungi dall'essere frutto di un'interpretazione analogica, si giustifica in quanto i casi ora visti, seppure non enucleati, presentano i medesimi tratti distintivi di quelli positivamente presi in esame e pertanto non potrebbero andare incontro ad un trattamento differenziato.

4 Il rapporto di cambio nella fusione tra società controllante e controllata al 90%. Freeze-out mergers.

Prevede l'art. 2505-bis che "Alla fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle

valgono anche nel caso di possesso da parte dell'incorporante di una parte soltanto del capitale dell'incorporata e di determinazione della ragione di cambio solo per la parte non posseduta". V. nota successiva.

193 CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ, (Massima n. 24) *Applicabilità degli artt. 2505 secondo comma e 2505 bis secondo comma c.c. anche nel caso in cui il possesso del capitale della incorporanda intervenga nel corso del procedimento*, in www.consiglionotarilemilano.it: "La possibilità eventualmente prevista nell'atto costitutivo o nello statuto, che la fusione sia deliberata, anziché dall'assemblea, dall'organo amministrativo, nei casi previsti dagli artt. 2505 secondo comma c.c. e 2505 bis secondo comma c.c., trova applicazione anche nel caso in cui il possesso dell'intero capitale o del 90% del capitale della incorporanda non preesista alla approvazione del progetto, ma intervenga nel corso del procedimento comunque prima della stipulazione dell'atto di fusione". Dello stesso avviso COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.A.4 - (SUSSISTENZA DEI REQUISITI PER LE FUSIONI SEMPLIFICATE): "Possono legittimamente essere adottate le delibere di fusione utilizzando le procedure semplificate previste dagli artt. 2505 e 2505 bis c.c., anche nel caso in cui al momento di tali delibere non sia ancora posseduto dall'incorporante rispettivamente l'intero o il 90% del capitale dell'incorporata. Tale possesso deve infatti necessariamente sussistere solo al momento della stipula dell'atto di fusione".

194 COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.A.5 - (FUSIONE INVERSA SEMPLIFICATA): "La procedura semplificata di fusione di cui all'art. 2505 c.c. può essere attuata anche nel caso della cosiddetta "fusione inversa", nell'ipotesi cioè in cui l'incorporante sia interamente posseduta dall'incorporata".

loro azioni o quote non si applicano le disposizioni degli articoli 2501-*quater*, 2501-*quinquies*, 2501-*sexies*, e 2501-*septies*, qualora venga concesso agli altri soci della società incorporata il diritto di far acquistare le loro azioni o quote dalla società incorporante per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso".

La norma ora citata sfrutta un'opportunità aperta dalla Terza direttiva societaria; a mente dell'art. 28 Terza direttiva, gli Stati membri possono fare a meno della determinazione del rapporto di cambio se è dato il diritto agli azionisti di minoranza della incorporata di vendere le proprie azioni; quanto alla fusione, se è data la possibilità all'unanimità degli azionisti con voto di rinunziarvi (art. 10, Sesta direttiva)¹⁹⁵.

E' singolare che oltreoceano si inquadri il medesimo fenomeno dal lato opposto; come diritto, vale a dire, della maggioranza di fare propri per intero i benefici dell'*acquisition* liberandosi una volta per tutte di una minoranza potenzialmente ostile.

Volgendoci ad un'esperienza paradigmatica, notiamo come storicamente non esisteva negli Stati Uniti un procedimento mediante il quale i soci di minoranza potessero essere estromessi dalla società. E del resto in origine occorreva l'unanimità dei consensi per approvare la fusione. Fu la legge del Delaware a prevedere, per prima, un abbassamento della soglia di voto al consenso dei due terzi dei soci; si prevedeva però, parallelamente, a beneficio dei soci dissenzienti, l'operatività dello strumento dell'*appraisal*¹⁹⁶ a garanzia che i medesimi potessero ottenere il *fair value* delle loro partecipazioni.

Nel 1967 il quorum deliberativo viene abbassato dai due terzi alla maggioranza, ma sin dal 1957 la legge del Delaware viene novellata

195 E v. MBCA (1984) § 11.04. In molti Stati degli Stati Uniti è prevista una duplice semplificazione al riguardo: non è cioè richiesto né il voto dei soci dell'incorporata né il voto dei soci dell'incorporante, sulla base dell'assunto che "*a vote of the subsidiary shareholders is unnecessary because the minority shareholders are, in any event, unable to block the merger, and a vote of the parent's shareholders is unnecessary because the merger will not materially effect their rights which already include a 90 or 95 per cent interest in the subsidiary*" (HAMILTON, *op. cit.*, 546).

196 V. 8 Del. C. § 262.

permettendo che nelle *short-form mergers* i soci minoritari possano essere liquidati in denaro¹⁹⁷.

Il rimedio *dell'appraisal* viene descritto dalla stessa *Delaware Supreme Court* come "*a judicial determination of the intrinsic worth (fair value) of [...] shareholding*"¹⁹⁸.

Nei casi come quelli su cennati, la minoranza dissenziente non ha per la legge del Delaware alcun diritto o opportunità di impedire che la fusione estromissiva avvenga. Tuttavia, se la divisata fusione è viziata da *fraud, wrongdoing or illegality*, la sua validità sostanziale può essere contestata con quella che definiremmo un'azione contro l'abuso di maggioranza; azione che, in ogni caso, non va in alcun modo confusa con il rimedio generalista per le cennate fisiologiche ipotesi estromissive, che è destinato ad appuntarsi unicamente su una divergenza di valutazione del valore delle partecipazioni dei soci estromessi. E che consiste, come già detto, nell'*appraisal*. Ciò resta vero, nonostante anche l'azione per *fraud* possa condurre in concreto allo stesso esito della determinazione giudiziale dell'equivalente monetario delle partecipazioni cui *l'appraisal* conduce; ma con l'aggiunta che l'ordinamento in parola riconosce una notevole discrezionalità alle corti nel garantire equi rimedi secondo i casi concreti, nonché la probabile condanna ai "*damages against the majority shareholder for breach of duties it owed to minority shareholders*"¹⁹⁹.

In questo tipo di operazioni si avverte, evidentemente, la necessità, diversamente dalle fusioni e scissioni di società interamente possedute, di determinare un rapporto di cambio, essendo ben possibile che i soci minoritari della controllata desiderino entrare a far parte della *combined entity*. Ed è nella determinazione di tale rapporto di cambio che si annida un conflitto di interessi relevantissimo nelle posizioni di chi ha interessi in entrambe le società e chi invece possiede soltanto azioni o quote della controllata (*aussenstehende*

197 BALOTTI-FINKELSTEIN, *The Delaware Law of Corporations and Business Organizations*, § 9.27 (2002 Supp).

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

199 KENYON - SLADE, *op. cit.*, 67.

Aktionaere). A tal proposito le corti del Delaware distinguono tradizionalmente tra "*arm's length mergers*" e "*mergers involving related parties*"²⁰⁰.

La disciplina in tema di operazioni straordinarie interseca la normativa dettata in tema di responsabilità della capogruppo da eterodirezione, nonché, in costanza dei presupposti normativi, la normativa di rango primario e regolamentare in tema di operazioni con parti correlate.

La fusione può rappresentare il tipico episodio di emersione del conflitto tra i cennati gruppi di soci. Che cosa avviene quando il conflitto di interessi si inscena tra la società che esercita attività di direzione e coordinamento e la società controllata? Secondo una risalente dottrina, non avverrebbe nulla, fatti salvi i casi di *gross violations* del tipo *Leyland Company*²⁰¹, in quanto non potrebbe in radice annettersi alcun rilievo a quello che è un conflitto tra socio e socio²⁰² e comunque la maggioranza e la minoranza sarebbero "figlie del caso"²⁰³. Ma si obietta che sono in via meramente formale tale conclusione è condivisibile²⁰⁴.

200 BALOTTI - FINKELSTEIN, *The Delaware Law of Corporations and Business Organizations*, § 9.29 (2002 Supp.).

201 "Facciamo ora l'ipotesi che gli azionisti di una grossa società di trasporti X, cui dà fastidio la concorrenza della piccola società Y, riescano ad acquistare il pacchetto di maggioranza di quest'ultima. Dopo di che l'assemblea della società Y delibera improvvisamente la cessazione dell'esercizio delle linee più importanti, deliberazione che in breve volgere di tempo costringe la società Y a mettersi in liquidazione". E' l'esempio riferito da MENGONI, *Appunti, op. cit.*, 447, che ivi osserva: "si tratta di un vero e proprio conflitto, ossia incompatibilità, tra l'interesse particolare dei soci di maggioranza e l'interesse dei soci di minoranza non già *uti singuli* ma *uti socii*, cioè l'interesse sociale".

202 MESSINEO, *Impugnativa di delibera di fusione e interesse di singoli soci, cit.*, 220 ss. e spec. 247-248.

203 MENGONI, *Appunti per una revisione delle teorie sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni, cit.*, 434 ss. e spec. 437: "E' appena il caso di rilevare che il concetto di potere della maggioranza ha un valore meramente empirico. Dal punto di vista giuridico, cioè formale, non sussistono poteri della maggioranza. La maggioranza non è un gruppo definito di azionisti, giuridicamente identificabile nel seno della compagine sociale, né è un organo preposto all'esercizio di poteri della società. La maggioranza è soltanto un momento dialettico del processo di formazione di una data deliberazione assembleare."

204 CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze, Riv. soc.*, 1993, 1 ss.

4.1 La possibile influenza della teoria dei vantaggi compensativi nelle fusioni infra-gruppo.

Ragionando nell'ottica del gruppo societario, è noto il dibattito esistente intorno alla portata giuridica che debba essere riconosciuta al fenomeno.

Con la riforma del diritto societario il legislatore, pur non offrendo una definizione normativa del fenomeno di gruppo, è intervenuto a regolamentare quali possano essere le conseguenze delle decisioni prese dalle società figlie in adempimento delle direttive impartite dalla società madre.

Al riguardo è stata consacrata a livello normativo la c.d. "teoria dei vantaggi compensativi"²⁰⁵, secondo la quale, pur non potendosi affermare una prevalenza dell'interesse di gruppo rispetto all'interesse sociale della controllata, è possibile riconoscere che lo svantaggio eventualmente subito da quest'ultima possa essere compensato dal vantaggio acquisito dal gruppo²⁰⁶.

²⁰⁵ Per sommi capi, questo il dibattito in ordine alla legittimità della direzione unitaria della capogruppo e al rilievo che è possibile conferire all'interesse di gruppo. Secondo un'opinione più risalente (MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. Impr.*, 1986) nei rapporti infragruppo occorre accettare, come dato di fatto, la limitazione di sovranità delle società controllate di fronte ad un interesse di gruppo che supera gli interessi delle singole società appartenenti al gruppo, concludendo per una sostanziale prevalenza dell'interesse di gruppo rispetto l'interesse sociale. Secondo una diversa impostazione (GALGANO, *I gruppi di società*, Torino, 2001) l'interesse del gruppo risiede nel perseguimento dell'oggetto sociale della capogruppo che, a sua volta, è realizzato in via indiretta dalle controllate. Cfr. inoltre MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, *Giur. Comm.*, I, 1995, 710 ss.; DENOZZA, *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, *Giur. Comm.*, I, 2000, 327 ss.; ROSSI, ABRIANI, MONTALENTI, MUCCIARELLI, SACCHI, *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi*, *Giur. Comm.*, I, 2002, 613 ss. In giurisprudenza cfr. Cass. 24 agosto 2004, n. 16707; Cass. 5 dicembre 1998, con nota di MONTALENTI, *Operazioni infragruppo e teoria dei vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. It.*, 1999, 2317; Cass. 29 settembre 1997, n. 9532; App. Torino, 4 dicembre 2000; App. Milano, 30 marzo 2001; Trib. Treviso, 20 giugno 2002; App. Bologna, 29 gennaio 2003.

²⁰⁶ Così MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. Comm.*, I, 1995.

Sulla scia di quest'ultima posizione dottrinale si è posta la giurisprudenza di merito (Trib. Milano, 19 marzo 1993; App. Milano, 5 febbraio 1994; Trib. Roma, 2 febbraio 1999). La Cassazione in un primo momento aveva accolto la tesi dell'oggetto sociale mediato e indiretto, riconoscendo la legittimità della direzione unitaria (Cass. 26 febbraio 1990, n. 1439). Successivamente la giurisprudenza di

Non è chi non veda come un acritico accoglimento di tale teoria possa aumentare notevolmente i margini di manovra ai danni delle minoranze.

Un Autore, dopo aver sostenuto che nella fusione in generale l'interesse alla corretta determinazione del rapporto di cambio impingerebbe nello stesso interesse sociale, ritiene nondimeno che le fusioni tra società soggette a controllo sottendano la necessità di tutelare un interesse dei soci singolarmente intesi: "l'interesse presuppone la possibilità di conservare il valore proporzionale della partecipazione nella società post fusione e la possibilità di vendere le proprie azioni in base ad una decisione correttamente formata [...] Esso è protetto, anzitutto, dalle disposizioni che impongono la fissazione di un rapporto di cambio in termini congrui; determinare un concambio "congruo" significa, da un lato, calcolare correttamente il valore economico del capitale delle società partecipanti alla fusione; dall'altro, attribuire a tutti i soci una quota di partecipazione al capitale della società post fusione proporzionalmente identica a quella posseduta nella società originaria"²⁰⁷. E su queste conclusioni non può che convenirsi. Ciò che non si vede è perché esse dovrebbero attagliarsi unicamente alle fusioni *parent-subsidiary* e non alle generalità delle operazioni straordinarie. Non sembra reperibile una *ratio distinguendi* che renda ragione del divenire la fissazione del concambio da problematica di interesse sociale a problematica di interesse individuale degli azionisti.

L'esigenza di tutela delle minoranze resta viva nonostante in consimili ipotesi la redazione della relazione degli esperti. E' vero che tale mezzo rappresenta "uno strumento di soluzione preventiva di un potenziale conflitto tra gli interessi dei soci e degli amministratori [...]. L'esperto "filtra" potenziali conflitti tra interessi economicamente divergenti dei soci, e il suo intervento è quindi garanzia di corretto

legittimità ha accolto la teoria dei vantaggi compensativi riconoscendo la legittimità della direzione e coordinamento purché non arrechi danni che non siano in alcun modo compensabili con un vantaggio di gruppo (Cass. 5 dicembre 1998, n. 12325).

²⁰⁷ VICARI, *op. cit.*, 134.

svolgimento del rapporto sociale"²⁰⁸.

Ma, a parte osservare che anche in questi casi saranno possibili le semplificazioni documentali della non predisposizione della relazione degli amministratori e degli esperti, purché ciò non incontri il disfavore della minoranza non allineata agli interessi di gruppo, può seriamente dubitarsi che una minoranza bisognosa di tutela ritrovi tale tutela in tale relazione. Non a caso nella letteratura americana da tempo si è acceso il dibattito sulla effettiva indipendenza degli esperti indipendenti²⁰⁹.

Nelle fusioni tra società controllate al 90% il legislatore detta una norma che contempera da un lato l'interesse della maggioranza ad attuare speditamente l'operazione di riorganizzazione di gruppo divisata, dall'altra una tutela, invero minima, per la minoranza. Il costo della semplificazione è rappresentato dall'incombente di apprestare risorse sufficienti a liquidare i soci minoritari dissenzienti. La norma in verità non prevede su chi debba gravare tale incombenza²¹⁰ ed è logico pensare che si tratti della stessa società. Ma se così fosse, quella in commento non parrebbe una disposizione particolarmente innovativa. Nelle s.r.l. è infatti già previsto di default il recesso nelle operazioni straordinarie, la norma avrebbe dunque la portata di introdurre l'exit per il tipo s.p.a. in aggiunta ai casi normativamente già previsti; vero è che la principale differenza dell'estromissione (sorta di opzione *put* dei soci minoritari) di cui si

208 CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 2501-sexies, op. cit.*, 596.

209 In riferimento alle opinioni degli esperti, segnala VICARI, *op. cit., passim.*, che parte della dottrina americana le considera poco efficaci e afflitte da un congenito conflitto di interessi perché chi le dà è solitamente protagonista di precedenti attuali o potenziali relazioni professionali con la società che le riceve. Al riguardo v. BEBCHUK-KAHAN, *Fairness opinions: how fair are they and what can be done about it?*, 27 *Duke l. j.* 27 (1989).

210 SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, *Riv. Not.*, 2003, 907 nt. 25 nota che "La disposizione dell'art. 2505-bis sembra muta in proposito; sarebbe invece stato preferibile che essa sciogliesse il dubbio formulato nel testo; dubbio originato da ciò, che - come è noto - il nuovo art. 2437-ter prevede la possibilità di fissare statutariamente criteri di determinazione del valore di liquidazione, da riconoscere al socio recedente, *diversi* da quelli enunciati in generale dalla norma di legge. Diventa perciò importante stabilire, quando si discorre di recesso, a *quali* criteri (fissati *in quale* statuto) debba farsi capo per la determinazione del *quantum* spettante al socio che recede.

tratta rispetto al recesso non è nella natura delle poste dell'attivo con cui farvi fronte, in ipotesi le stesse, quanto la maggiore celerità del procedimento. La semplificazione-accelerazione che la maggioranza va cercando, pare contrappesata da una pari definizione chiara dei termini dell'opzione *put*. I soci di minoranza vanno posti in condizione di sapere sin dal progetto a che prezzo e soprattutto quando potranno collocare le loro partecipazioni.

Ma non è tutto. Sembra che la norma possa essere letta in modo ancora più esteso²¹¹, nel senso di legittimare un acquisto da parte *di soci* o *di terzi*, in modo tale da non doversi ricalcolare il concambio a seconda di quanti soci minoritari decidano di esercitare l'opzione. Infatti, è chiaro che se si colloca l'obbligo di rimborso sulla società, verrà a patirsi il rischio di veder mutare il netto patrimoniale della stessa, in modo astrattamente imprevedibile, in funzione di quanti siano i soci

211 CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ, (Massima n. 58) *Incorporazione di società possedute almeno al novanta per cento (art. 2505 bis c.c.)*: "Nel caso in cui in una fusione per incorporazione di una o più società in un'altra che possiede almeno il novanta per cento delle loro azioni o quote, si intenda omettere, ai sensi dell'art. 2505 bis c.c., la relazione degli esperti di cui all'art. 2501 sexies c.c., il progetto di fusione dovrà contenere, comunque, sia la determinazione del rapporto di cambio e la eventuale previsione dell'aumento di capitale della società incorporante necessario per assicurare il concambio sia l'impegno rivolto agli altri soci della o delle società incorporande di acquistare o fare acquistare le loro azioni o quote per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso. Il progetto di fusione o, successivamente, la deliberazione dovranno contenere le modalità e il termine per l'esercizio di tale diritto; nel caso di incorporazione di s.p.a., inoltre, i soci avranno diritto di conoscere la determinazione del prezzo nei quindici giorni precedenti la data fissata per l'assemblea, in applicazione dell'art. 2437 ter, 5° comma, c.c. L'atto di fusione potrà essere stipulato, successivamente alla scadenza del termine fissato per l'acquisto, anche in caso di mancata formalizzazione dell'acquisto medesimo e anche in pendenza di contestazioni relative alla misura del corrispettivo da corrispondere ai soci di minoranza della o delle società incorporande. La competenza dell'organo amministrativo della società incorporante a deliberare la fusione di società possedute al 90% trova il suo fondamento nella prescrizione contenuta nell'atto costitutivo e nello statuto della sola società incorporante e potrà essere esercitata a condizione che: a) si sia proceduto al deposito presso la sede sociale della società incorporante dei documenti (tutti) di cui all'art. 2501 septies c.c. durante i trenta giorni che precedono la decisione dell'organo amministrativo della società incorporante (con facoltà di rinuncia al termine da parte dei soci della società incorporante stessa); b) il progetto di fusione sia stato iscritto nel registro delle imprese in cui ha sede la società incorporante almeno trenta giorni prima della data fissata per la decisione di fusione da parte della società incorporanda (termine rinunziabile da parte dei soci della o delle società incorporande) e comunque purché siano decorsi almeno otto giorni dal deposito di cui al terzo comma dell'art. 2501 ter c.c. effettuato presso il registro delle imprese della società incorporante, termine rinunziabile da parte dei soci della incorporante stessa".

intenzionati ad optare per il disinteressamento. Per questo non pare peregrina, alla stregua di una buona interpretazione sistematica, l'applicazione di quanto in tema di scissione consente l'art. 2506-bis comma 4, vale a dire il diritto di fare acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso, previa indicazione di *coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto*.

4.2 La sparizione del socio. Con alcuni possibili contemperamenti.

Il vero *punctum crucis* risiede insomma nelle operazioni che si collocano sulla linea mediana tra le operazioni straordinarie che abbiamo definito negoziate e quelle operazioni di riorganizzazione della catena di gruppo in cui non vi è concambio. Quest'ordine di operazioni lascia emergere con evidenza un aspetto sovente negletto delle operazioni straordinarie, la sparizione del socio.

Si allude al caso delle società in cui, essendovi una forte predominanza della maggioranza egemone, il legislatore della riforma ha scelto di omologare il trattamento giuridico a quello delle società totalmente partecipate. Assecondando la maggioranza suddetta e attribuendo una tutela per equivalente monetario alla minoranza, la fusione diviene (rapidamente) possibile. Nella fusione di società possedute al 90%, tanta percentuale di possesso si è reputata tale da non rendere meritevole di particolare diritto di *voice* la minoranza residua, che è invece titolata ad ottenere una tutela per equivalente in denaro, assorbente il diritto di recesso. L'esito di questa opzione *put* può essere definito "disinteressamento del socio"²¹².

212 SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Riv. Not., 2003, 907. "Ritorna, ancora una volta, e del tutto indipendentemente (se non addirittura in divergenza) dai vincoli normativi comunitari, il Leitmotiv della fusione come vicenda non di (mera) modificazione, bensì di (possibile) estinzione del rapporto sociale, e cioè della partecipazione di singoli soci: il che comporta forse riflessi sistematici non privi di consistenza sulla costruzione generale del fenomeno, e conferma la circostanza, già da più parti rilevata, che il nuovo diritto delle società privilegia, in tutte le possibili ipotesi di

Disinteressamento è voce generica. Ciò che pare indubbio è che ci si trova dinanzi ad un caso positivamente sancito di fusione in cui, in spregio al principio di continuità inteso in senso forte, alcuni soci continuano il loro rapporto mentre altri vengono completamente estromessi dalla società post fusione, onde per loro "continuità" deve valere "equivalenza monetaria".

A ben vedere il legislatore si è anzi spinto oltre quello che si potrebbe definire come disinteressamento in senso proprio e stretto; come si avrà modo di vedere in seguito, infatti, qui non si tratta di fissare un rapporto di cambio che dia luogo alla assegnazione di y partecipazioni in cambio delle x che si prepossedevano, e poi decidere che al socio non spetti y , sibbene l'equivalente monetario di y . Trattasi invece di precludere al rapporto di cambio, che pure si deve determinare, di operare; mercé il consenso dell'interessato.

Alla stessa stregua di quanto si prevede in fatto di scissione, si configura, in altri termini, un'obbligazione alternativa della società con facoltà di scelta posta in capo al socio. Il socio potrà sì scegliere, ma, a prescindere dalla circostanza che non vi è determinazione bilaterale dell'oggetto delle alternative che gli si pongono (se non in funzione di quanto egli abbia concorso a determinare col proprio voto, peraltro largamente minoritario, in assemblea) mi pare degno di considerazione che il socio possa essere sostanzialmente e normativamente escluso un istante logico prima che la fusione prenda il via.

In ciò la nostra norma, figlia della direttiva europea, tradisce l'ascendenza della *Section 262* della *Delaware General Corporation Law*, che, a proposito del funzionamento dell'*appraisal*, prevede "*The Court shall appraise the shares, determining their fair value exclusive of any element of value arising from the accomplishment or expectation of the merger or consolidation, together with a fair rate of interest*".

conflitto fra le esigenze efficientistiche della maggioranza e quelle (di conservazione del valore del proprio investimento nella società) del socio di minoranza, le prime, aprendo - molto più frequentemente che nel passato - al secondo la strada del (puro e semplice) disinvestimento".

Ma non va dimenticato che, nel proprio ordinamento di riferimento, detta procedura è destinata ad operare giudizialmente su richiesta del socio minoritario dissenziente laddove, *apud nos*, vuoi per sfiducia verso l'effettività delle procedure giurisdizionali, vuoi per offrire una tutela degna di un minimo di effettività ai soci *cash-out*, l'operatività è a livello di diritto sostanziale, poiché nella determinazione del corrispettivo dell'alienazione occorrerà tenere il valore dell'exit quale soglia non suscettibile di deroga *in pejus*.

Resta da considerare se, in tale prospettiva di essere estromessi forzatamente, il divisato *exit* possa dirsi una tutela soddisfacente per tali minoranze²¹³. E' in quest'ottica che una teorica possibilità, nei casi *parent-subsidiary merger*, sarebbe quella di garantire la linearità dell'operazione non mercé l'imposizione di quanto mai vaghi criteri a carico degli amministratori²¹⁴, bensì di prescrivere l'approvazione del progetto di fusione da parte della maggioranza della minoranza (*majority of the minority*)²¹⁵.

Della problematica si mostra ben consapevole un Autore, secondo cui nelle fusioni *intercompany* il concambio andrebbe determinato in misura tendenzialmente pura, proprio ad evitare ogni conflitto di interessi²¹⁶.

In costanza di tale approvazione, la tematica della fissazione di un

213 Non indulge al parallelismo tra l'art. 2505-bis e il *retrait obligatoire* di cui all'art. 111 T.U.F., in modo del tutto condivisibile, TAMBURINI, *Commento sub art. 2505-bis*, ne *Il nuovo diritto delle società a cura di Alberto Maffei Alberti*, Padova, 2005, 2573, il quale nota come non possa definirsi quello della maggioranza ex art. 2505-bis un diritto di *squeeze out* alla stessa stregua del diritto previsto ex art. 111 T.U.F. traendo argomento sia dal mantenimento dell'obbligo della relazione dell'organo amministrativo a giustificazione del rapporto di cambio, sia dalla possibilità per il socio di esperire l'impugnativa ex art. 2377 c.c.

214 Come per esempio la valutazione di proposte alternative, doveri di *soliciting* e di *auctioning* di cui si discorre nella giurisprudenza americana, o ancora l'appuntare l'attenzione e le speranze sullo *special committee of independent directors*, su cui v. GILSON-BLACK, *The law and finance of corporate acquisitions*, 2a ed., Westbury, NY, 1995, 1294 ss.

215 ALLEN-JACOBS-STRINE, *Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law*, in 26 *Del. j. corp. l.* 859 (2001), p. 873 ss., 881.

216 BIANCHI, *op. cit.*, 51, 62. Ma v. Trib. Milano, 25 settembre 1995, per la quale: "la determinazione del rapporto di cambio può tenere conto del complessivo contesto di riagggregazione del gruppo, risultando tale riagggregazione un elemento direttamente incidente sul valore reciproco delle due società interessate alla singola fusione".

concambio incongruo perché in tesi viziato dal conflitto di interessi del socio maggioritario che, si ripete per chiarezza, è portatore di un interesse in conflitto con quello dei soci di minoranza, perché può trarre un vantaggio dalla partecipazione alla società "madre", di cui solo lui risulta socio, verrebbe ad essere affrontata con un'inversione dell'onere della prova, che sarebbe appunto posto a carico del socio deluso, tenuto a provare perché quella fusione possa dirsi dannosa in quanto viziata da conflitto di interessi, nonostante la maggioranza dei soci non allineati agli interessi di gruppo abbia espresso voto favorevole. Questo modus operandi viene validato nella giurisprudenza d'oltreoceano proprio nei casi di operazioni *parent-subsubsidiary*: "quando gli amministratori siedono nei consigli di entrambe le parti della fusione, gli stessi devono dimostrare la massima buona fede e la più scrupolosa intrinseca correttezza dell'accordo"²¹⁷. Sì che le corti non esitano a sostituire l'*entire fairness* al consueto feticcio della *business judgement rule*²¹⁸.

Si intende dire che, una volta che le prescrizioni procedurali siano state seguite, sarà onere del socio di minoranza deluso dalla fissazione di un concambio asseritamente incongruo dimostrare il perché della incongruità.

E' vero che il nostro legislatore non ha inteso introdurre nella generalità delle operazioni *parent-subsubsidiary* siffatta cautela ma, anzi, coll'introduzione di una opzione *put* a favore della maggioranza (consistente, lo si ripete, nella facoltà di liquidare i rapporti sociali facenti capo ai soci di minoranza con l'equivalente monetario determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso) pare piuttosto aver cautelato la maggioranza da eventuali abusi di minoranza. Ma ciò non significa che tale istanza non abbia diritto di cittadinanza, né che non possa essere accolta alla stregua dell'autonomia statutaria, al fine di prospettare e risolvere *ex ante* un

217 Delaware Supreme Court *Weinberger v. UOP* del 1983 (457 A.2d 701).

218 *Rosenblatt v. Getty Oil Co.* del 1985 (493 A.2d 929) Delaware Chancery Court *Citron v. E. I. DuPont del Nemours & Co.* del 1990 (cit. da FLEISCHER JR-SUSSTEIN, *Takeover*, 1, 14-40).

conflitto che potrebbe porsi in seguito, allorché concretamente politiche di concentrazione di gruppo vengano ad essere perseguite. E anzi ad evitare che tali politiche siano perseguite in via non del tutto cristallina.

Potrebbe essere un vantaggioso onere per la stessa maggioranza negoziare sin da subito, ed esporre in statuto, le regole dell'estromissione²¹⁹.

4.3 L'influenza della normativa in tema di operazioni con parti correlate.

E del resto, a prescindere dalla preferibilità di un accoglimento per via pattizia delle regole procedurali appena proposte, si deve segnalare che ad esiti non dissimili è giunto il legislatore secondario allorquando *ratione materiae* risulti applicabile la disciplina dettata in materia di operazioni con parti correlate (cfr. art. 2391-bis c.c.)²²⁰.

Nelle ipotesi in cui per il compimento dell'operazione non sia

219 V. *Khan v. Lynch Communication Systems, Inc.*, 638 A.2d 1110, 1117 (Del. 1994): "The initial burden of entire fairness rests upon the party who stands on both sides of the transaction. However, an approval of the transaction by an independent committee of directors or an informed majority of the minority shareholders shifts the burden of proof on the issue of fairness from the controlling or dominating shareholder to the challenging shareholder-plaintiff. Nevertheless, even when an interested cash-out merger transaction receives the approval of the majority of the minority shareholders or an independent committee of disinterested directors, an entire fairness analysis is the only proper standard of judicial review".

220 Sulla definizione di operazioni con parti correlate, si vedano MONTALENTI, *Operazioni con parti correlate*, in *Giur. Comm.*, III, 2011; CIAN, TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014, ove le operazioni con parti correlate sono definite come quelle operazioni compiute da una società in cui le parti correlate sono "potenzialmente in grado di incidere sulla sua autonomia decisionale"; MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015, 701 e ss., ove si precisa che le operazioni con parti correlate possono essere di natura societaria ovvero negoziale. CIAN, TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014; GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2014. MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, I, 2010. Per i principali commenti che si sono susseguiti in materia di operazioni con parti correlate a partire dall'introduzione dell'art. 2391-bis, cfr. VENTORUZZO, *sub art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario diretto da MARCHETTI, BIANCHI, GHEZZI, NOTARI*, Milano, 2005, 501; ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010, 856 e ss..

sufficiente una delibera consiliare²²¹, ma occorra una delibera assembleare successiva, la normativa secondaria impone che, dopo che sia stata proposta la delibera secondo lo schema dianzi riferito, e per le operazioni classificate come di maggiore rilevanza, si proceda al voto secondo le normali norme di legge e statutarie purché il comitato parti correlate abbia dato il proprio parere favorevole al compimento dell'operazione.

Ma se fu dato parere contrario, soccorre il meccanismo del c.d. *whitewash*.

Secondo tale criterio di computo del voto, il compimento dell'operazione ne risulterà impedito, qualora vi sia stato il voto contrario della maggioranza dei soci non correlati votanti.

Ciascuna società è libera di determinare procedure interne che fissino una soglia a questo quorum, nel senso di prevedere che sia impedito il compimento solo se i soci non correlati presenti in assemblea che esprimano voto contrario siano pari a una percentuale non inferiore ad una certa soglia del capitale sociale (calcolata sul complesso del capitale avente diritto di voto). Ma questa minoranza non può essere fissata ad una soglia superiore al 10% del capitale per disposizione dello stesso regolamento, all'evidente fine di non consentire che si addivenga allo svuotamento di senso della norma per via statutaria²²².

Il pendolo della disciplina di tutela della minoranza pare insomma oscillare tra il polo delle fusioni che definirei negoziate ("*at arm's length*") e quello delle fusioni imposte perché realizzate tra società

221 Cfr. Deliberazione CONSOB del 12 marzo 2010, n. 17221, Adozione del regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, artt. 7, 8, 9, 11 e spec. art. 11, comma 3: "Qualora, in relazione a un'operazione di maggiore rilevanza, la proposta di deliberazione da sottoporre all'assemblea sia approvata in presenza di un avviso contrario degli amministratori o dei consiglieri indipendenti, le procedure, fermo quanto previsto dagli articoli 2368, 2369 e 2373 del codice civile e salve le previsioni statutarie eventualmente richieste dalla legge, contengono regole volte ad impedire il compimento dell'operazione qualora la maggioranza dei soci non correlati votanti esprima voto contrario all'operazione. Le procedure possono prevedere che il compimento dell'operazione sia impedito solo qualora i soci non correlati presenti in assemblea rappresentino almeno una determinata quota del capitale sociale con diritto di voto, comunque non superiore al dieci per cento".

222 Mette conto segnalare, come emerso da un'interessante conversazione privata con Torchella, che al momento non risultino essersi verificati casi noti di pareri non sfavorevoli resi dal comitato o.p.c.

controllanti e società eterodirette. Ed è in certo modo singolare che il legislatore, sia pure a livello normativo secondario, si sia posto il problema di tutelare le minoranze nelle società che fanno appello al mercato dei capitali di rischio, nelle quali il disinvestimento è molto più facile che nelle società chiuse. In queste ultime i soci minoritari sono titolati a ricevere nulla più che la *consideration* in termini di controvalore delle rispettive partecipazioni. Così pure, in linea di principio, il socio di società quotata che non è d'accordo con la politica perseguita vuoi dal management vuoi dai soci, disinveste, cioè aliena i titoli sul mercato, senza esperire la procedura di recesso. Ma questo socio, cui, pure, disinvestire non può certo riuscir difficile, merita questa ulteriore tutela²²³.

E' ipotizzabile che la divergenza nelle discipline si motivi con il più intenso pericolo che, nelle società chiuse, con pochi soci, la generalizzata previsione di una modalità di voto come il *whitewash* si tramuti in arma ricattatoria nelle mani di una coesa minoranza ostile, onde il rimedio riesca addirittura peggiore del male che intendeva curare²²⁴.

Sono comunque del parere che l'unico presidio vuoi contro l'abuso di maggioranza vuoi contro il ricatto di minoranza debba ricercarsi in un insieme di regole di natura procedurale che o in via normativa o in via

223 Il nostro legislatore ha insomma colto l'ispirazione dal sistema americano, ma non lo ha poi seguito nell'intima filosofia mercatista, secondo cui, sol che esista un mercato sufficientemente vasto per lo scambio delle partecipazioni, non vi è necessità alcuna di apprestare le cautele del recesso. A proposito del rimedio giudiziale dell'*appraisal*, che a questi effetti possiamo avvicinare alla prescrizione di cui all'art. 2505-bis, che vuole che il valore delle partecipazioni sia determinato in misura non inferiore a quanto risulti dall'applicazione dei criteri previsti in materia di recesso, v. *Delaware General Corporation Law, Section 262* e v. KENYON - SLADE, *op. cit.*, 69: "[...] *no appraisal rights will be available in respect of securities that, at the time of the record date fixed to determine which shareholders are entitled to receive notice and to vote on the merger, were either listed for trading on a national securities exchange or on Nasdaq or were held by more than 2,000 holders. This 'market out' exception presumes that, in such cases, there is an adequate market in the shares and dissenting shareholders have the opportunity their holdings at market prices*".

224 Colgono il differente atteggiarsi del problema della salvaguardia della minoranza nelle società quotate e non CERRAI - MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze, cit.*, 85: "Costoro, invero, [i soci minoritari di società non quotate] non hanno la possibilità di disfarsi *ad libitum* delle proprie azioni: anzi, quanto più oppressiva è la politica perseguita dalla maggioranza [...], tanto maggiore può essere la difficoltà di trovare un acquirente per le azioni".

statutaria individuino le tappe necessarie a qualificare come corretta l'attività di presa delle decisioni da parte dell'organo amministrativo. La norma di cui all'art. 2505-bis c.c. pare assegnare al gruppo di comando un potere enorme. Ma proprio la spettanza di un enorme potere in un campo decisionale in cui l'abuso (*fraud on the minority*) è dietro l'angolo invoca la correttezza intrinseca della procedura decisionale seguita quale antidoto sicuro ad un rigurgito di azioni emulative da parte della minoranza²²⁵.

La teoria dei vantaggi compensativi può, infatti, fungere da utile complemento ad una normazione che, pur tuttavia, non può non far avvertire il proprio maggior peso che nella ricerca di un equo svolgimento del procedimento fusorio, se è vero che sono, per definizione, insindacabili nel merito le scelte gestorie dell'organo amministrativo. Nella *judicial review* della *fairness* dimostrata nella procedura seguita, gli amministratori potranno attingere all'*excusatio* della ricorrenza di (dimostrati o almeno dimostrabili) vantaggi compensativi.

Anche dall'applicazione della predetta teoria dei vantaggi compensativi alla fattispecie fusoria si trae ulteriore argomento per ribadire che sono in gioco, al momento della fissazione del rapporto di cambio, soltanto interessi particolari dei soci.

Che nel fenomeno delle fusioni infra-gruppo sia pur sempre interesse individuale e non sociale quello a massimizzare il rapporto di cambio ottenibile si argomenta agevolmente dalla specifica disposizione che consente di agire contro la società controllante in caso di abuso di attività di direzione e coordinamento da parte di quest'ultima. Essa è azione che spetta ai soci *uti singuli*²²⁶.

225 V. KENYON - SLADE, *op. cit.*, 85: "The Delaware courts have consistently held that a board of directors' decision to enter into an arm's length merger with a disinterested third party will be afforded the full protection of the business judgment rule. The plaintiff will bear the onerous burden of rebutting the presumption of propriety under the business judgment rule and of adducing evidence that the directors acted other than in good faith or with due care", citando *Citron v. E. I. du Pont de Nemours & Co.*, 584 A.2d 490 (Del. Ch. 1990).

226 Cfr. art. 2497 c.c., comma 1: "La società o gli enti che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società, agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e

Dopo aver analizzato la fattispecie normata sub art. 2505-bis c.c., non pare del resto improprio ricordare l'ascesa dei diritti a contenuto economico-compensativo, epigoni dei giorni nostri della gloriosa teoria dei diritti individuali del socio. Coglieva dunque nel segno chi già negli anni novanta individuava la tendenza legislativa a "proteggere" la mera "partecipazione economica della sua [del socio] partecipazione, attribuendogli un *droit propre* all'indennizzo e consentendo, al contempo, alla maggioranza ed al *management* di avere via libera nei loro propositi"²²⁷.

5 *Fusioni e scissioni cui partecipano società il cui capitale non è rappresentato da azioni.*

Com'è noto, anche la semplificazione in questione è frutto del margine di manovra consentito dalle direttive europee, prima di tutto la direttiva del 1978, ma il punto è poi ripetuto nella direttiva scissioni²²⁸.

imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili *nei confronti dei soci* di queste per il pregiudizio arrecato alla *redditività ed al valore della partecipazione sociale...*"; e comma 3: "*Il socio ed il creditore sociale possono agire contro la società o l'ente che esercita l'attività di direzione e coordinamento...*".

227 Così CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze, cit.*, 82 e, per l'arretramento della tutela reale in favore della tutela obbligatoria, D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe", Foro it.*, 1988, V, c. 51. "I diritti individuali tutelano il socio nei confronti della collettività, sono diritti contro la società. Essi sono fondati sull'idea, mutuata dalla dottrina dello Stato, che "l'individuo, il quale entra in una collettività e ne accetta le leggi, non si dà tutto, ma una parte di sé sottrae a questa soggezione" Così MENGONI, *Appunti, cit.*, 438, che cita le parole di MIGNOLI.

228 ATLANTE, *La fusione semplificata, Riv. Not.*, 2007, 637: "Ci si è chiesti infatti se le disposizioni derogate non si applichino: (i) per ciò che esse consentono (la partecipazione alla fusione di società che versano in stato di liquidazione, l'attribuzione di un conguaglio in contanti); o invece (ii) per ciò che esse non consentono (la partecipazione alla fusione di società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo, ovvero l'attribuzione ai soci di un conguaglio in contanti superiore al 10% del valore nominale delle quote assegnate a seguito della fusione). Accogliendo la prima interpretazione ("riduttiva") ne conseguirebbe per le società non azionarie una limitazione alla utilizzabilità della fusione, diversa ed ulteriore rispetto a quella fissata per le fusioni di società azionarie: le società non azionarie infatti non potrebbero partecipare ad una fusione una volta verificatasi una causa di scioglimento del rapporto sociale e/o non potrebbero, in sede di fusione, « conguagliare » in denaro le partecipazioni mancanti rispetto al coefficiente di concambio o ad un multiplo di esso."

In un primo tempo, siamo nel 1991, il legislatore italiano non ritenne di avvalersi di tale facoltà. Con la riforma delle società di capitali invece decise di sfruttarne appieno le potenzialità, salvo forse un silenzio che non è degno di grande significato e a cui gli interpreti ne hanno pur tuttavia attribuito uno eccessivo (preclusivo). Si allude al mancato richiamo della norma semplificatrice in esame alla operazione di scissione, donde il legittimo interrogativo di una sua applicazione alla fattispecie scissoria, che la maggior parte degli interpreti risolve negativamente, forse sopravvalutando tale silenzio, come avremo modo di vedere diffusamente infra.

Non va dimenticato che l'obiettivo di semplificazione fissato dalla legge delega per la riforma del diritto societario riguardava tanto la fusione quanto la scissione; se a ciò si aggiunge che la tecnica legislativa impiegata a proposito della scissione fa ampio uso del rinvio, sorge spontaneo l'interrogativo se non siasi trattato di una mera svista²²⁹, atteso che, come subito messo in luce da chi peraltro della commissione ministeriale è stato membro, e come si è avuto modo di vedere nel precedente capitolo, in alcune ipotesi i medesimi effetti di tipo aggregativo tipici della fusione si possono ritrovare anche nella scissione²³⁰.

5.1 La semplificazione consistente nell'abbreviazione dei termini.

Secondo la norma semplificatrice, *tutti* i termini risultano dimidiati. Vale a dire, tanto il termine dilatorio che deve intervenire tra deposito del progetto per l'iscrizione a registro imprese e decisione in ordine alla fusione, quanto il termine che deve decorrere tra la decisione di fusione e la stipulazione dell'atto di fusione.

Non può sfuggire che i termini suddetti siano posti a tutela di

²²⁹ Così SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Riv. Not., 2003, 890-891, nt. 4.

²³⁰ Così SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Riv. Not., 2003, 890-891, nt. 4.

interessi diversi e dunque l'unico comune effetto che la norma semplificatrice può dirsi produrre è quello della maggiore speditezza del procedimento²³¹.

Si tratta se mai di comprendere quale possa essere il significato di tale incremento della celerità dell'operazione. Da un lato risulterà pressoché intuitivo notare che la maggiore rapidità asseconda l'interesse della società e dei soci ad attuare la divisata modificazione delle regole di organizzazione. Ma d'altro canto è stato sostenuto, sia pure con argomentazione non del tutto condivisibile, che la rapidità di esecuzione asseconda l'interesse dei creditori a poter contare sulla corrispondenza della situazione effettiva alla situazione contabile posta alla base dell'operazione (situazioni patrimoniali o bilanci d'esercizio ove consentito)²³². Ciò resta vero, ancorché sia oggi possibile portare a compimento la fusione o la scissione in totale assenza di una situazione patrimoniale, cui i soci ben possono totalmente rinunciare per legge, in ciò tradendo la chiara ascendenza dell'interesse protetto dalle norme, vale a dire, appunto, un interesse dei soci e non dei terzi creditori, che tali documenti prescrivono. Resta tuttavia corretto notare che i creditori, per quanto non possano per

231 ZABBAN, *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie, Questioni di interesse notarile*, www.fondazione-notariato.it.

232 LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Riv. Soc.*, 2004, 1343: in ordine alla abbreviazione alla metà dei termini con riferimento alle fusioni cui partecipano società prive di capitale azionario nota: "La novità deve essere letta con particolare attenzione. Infatti, anziché rappresentare una mera agevolazione procedurale come si sarebbe tentati di interpretare superficialmente, costituisce una fondamentale garanzia di tutela per gli interessi coinvolti nelle operazioni in questione. *La riduzione del tempo necessario per la realizzazione di fusione e scissione è il più efficiente ausilio alla garanzia di permanente corrispondenza fra valori indicati a fondamento della fusione e della scissione e la situazione economica delle società partecipanti.* L'interesse ad una reale corrispondenza risulta, infatti, maggiormente tutelato in presenza del minor tempo impiegato fra la progettazione delle operazioni e la relativa attuazione. In proposito, l'osservazione per la quale l'unica tutela effettiva consisterebbe nel maggior tempo a disposizione dei soci e dei terzi al fine di poter valutare i contenuti delle operazioni in corso di attuazione, si rivela, a parere di scrive, fuorviante laddove non tiene nella dovuta considerazione gli effetti pregiudizievoli che il decorso del tempo produce. Poiché la ristrutturazione organizzativa interviene in corso di svolgimento dell'attività di impresa, è con i mutamenti che questa continuamente produce che la ristrutturazione deve fare i conti: il congelamento dei dati che configurano i numeri della fusione e della scissione deve tendere ad essere il più possibile limitato e fondato su una informazione aggiornata " (Enfasi mia).

ipotesi fare affidamento su tali documenti, riservati unicamente ad una chiara informazione dei soci, si formano le proprie idee in ordine al carattere pregiudizievole che l'operazione possa rivestire in un dato lasso temporale. Ora, più tale lasso temporale si protrae, più diventa costoso e difficoltoso attuare il doveroso *monitoring* del patrimonio e soprattutto dei flussi di cassa delle società coinvolte nell'operazione straordinaria.

Sono ridotti alla metà i trenta giorni tra il deposito del progetto e la decisione della fusione (la norma pacificamente coinvolge unicamente l'interesse dei soci, che all'unanimità possono rinunciare)²³³; così pure sono dimezzati i termini di eseguibilità della deliberazione di fusione, da sessanta a trenta giorni. Questo secondo termine incide soprattutto sui creditori anteriori al deposito del progetto, essendo il periodo in cui essi possono proporre l'opposizione alla fusione²³⁴.

5.2 La fusione tra società che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo.

Ultima semplificazione consentita dalla norma in parola è quella che permette di fondersi alle società che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo. Allorché, vale a dire, può dirsi sorto un diritto soggettivo del socio ad ottenere la quota di liquidazione.

A questo riguardo va chiarito in quale momento possa dirsi iniziata la distribuzione dell'attivo. Non si riscontra unanimità di vedute al riguardo²³⁵. A fronte della tesi che legge in termini letterali tale termine, onde dovrebbe farsi riferimento alla materiale effettuazione in concreto di pagamenti, si sostiene a buon diritto che tale scansione temporale debba coincidere con l'approvazione del bilancio di

233 ZABBAN, *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie, Questioni di interesse notarile*, www.fondazione-notariato.it.

234 ZABBAN, *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie, Questioni di interesse notarile*, www.fondazione-notariato.it., secondo cui tali creditori "evidentemente, secondo il legislatore comunitario ed ora anche per quello nazionale, sono un po' meno meritevoli di tutela di quelli delle SpA".

235 V. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Tratt. delle società per azioni diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale*, 7**, 2, Torino, 2004, 427 e GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Aa. Vv., Diritto delle società, Manuale Breve*, Milano, 2012, 443.

liquidazione. Per meglio dire, approvazione del bilancio e deposito delle somme da riscuotere.

Soltanto a seguire questa opzione interpretativa si dispone di un termine chiaro, che diversamente verrebbe a dipendere in maniera del tutto casuale dallo svolgersi concreto del riparto. Vale a dire, da operazioni di carattere materiale che da un lato sono procrastinabili a piacimento dalle parti coinvolte (liquidatore e socio) dall'altro e per conseguenza non soffrono in alcun modo la possibilità di individuazione di un termine.

La portata che la semplificazione consente alle società a responsabilità limitata, ancorché abbiano iniziato il riparto dell'attivo netto di liquidazione, non deve tuttavia essere esagerata.

Infatti, si può notare che è ben possibile per le società azionarie che si trovino in stato liquidativo revocare, pur sempre a maggioranza, la liquidazione e procedere alla fusione. Si ritiene anzi che in tali ipotesi sia sufficiente la mera delibera di fusione, di cui la revoca della liquidazione rappresenterebbe un implicito presupposto, per lo meno ogni qual volta la fusione abbia lo scopo di assecondare una ripresa dell'attività sociale incompatibile con la persistenza dello stato di liquidazione. Né sembra sostenibile che la tutela riservata ai creditori ex art. 2487-ter comma 2 c.c., a mente del quale, in modo per la verità criticabile, la riforma delle società di capitali ha assegnato ai creditori il diritto di opporsi alla revoca della liquidazione, subisca in tale iter procedurale un *vulnus*.

Ciò in quanto il termine per opporsi alla revoca della liquidazione coincide a ben vedere con quello che i creditori hanno a disposizione per opporsi alla fusione.

6 Ratio del limite imposto al conguaglio in denaro e distinzione dalla problematica del disinteressamento del socio.

Veniamo dunque alla problematica inerente il superamento del limite al conguaglio in denaro dettato dall'art. 2501 c.c. con riguardo alle

società non azionarie. Occorre riflettere sull'estensione che possa correttamente attribuirsi a tale *agere licere*²³⁶.

La possibilità che siano dati conguagli è nel senso di favorire la fusione, non il socio²³⁷. Con il conguaglio si pone rimedio alla difficoltà aritmetica di determinare rapporti di cambio frazionari o comunque si può facilitare il reperimento di soluzioni idonee a graduare patrimonialmente una serie di diritti che alcuni soci e non altri abbiano²³⁸, come per esempio può accadere allorché si fondano in una società di tipo azionario società a responsabilità limitata nelle quali siano presenti soci dotati di particolari diritti ex art. 2468 c.c.

236 MORANO, *La scissione non proporzionale, ne Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, in www.fondazione-notariato.it ritiene che il predetto limite al conguaglio abbia "la funzione di evitare che un conguaglio eccessivamente elevato riduca in modo determinante il valore della partecipazione del socio nella società beneficiaria (o incorporante), evitando così che il conguaglio possa essere utilizzato intenzionalmente dalla maggioranza come strumento per escludere soci indesiderati e, allo stesso tempo, impedendo la possibilità di esercitare un sostanziale recesso, senza il rispetto delle norme previste per questo istituto". Aggiunge con riguardo alla scissione il medesimo A. che "In merito, il legislatore della riforma, a differenza di quanto statuito in tema di fusione, non ha previsto alcuna eccezione al limite del 10%. Tale assunto si ricava dal fatto che l'art. 2505- quater c.c. - che, nel quadro della semplificazione per le operazioni di fusione cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni, dispone fra l'altro che non si applica il comma 2 dell'art. 2501-ter c.c. - non è stato richiamato per le scissioni dall'art. 2506-ter, comma 5, c.c. La ratio di una tale scelta può essere ravvisata nell'implicito riconoscimento da parte del legislatore della maggiore pericolosità e complessità strutturale dell'operazione di scissione rispetto alla fusione. Inoltre, secondo una parte della dottrina, il richiamo normativo pare accreditare l'opinione interpretativa secondo cui nella scissione esistono diverse possibili accezioni della nozione di conguaglio in contanti, a seconda delle concrete modalità di attuazione dell'operazione. In particolare si potrebbe avere la situazione in cui il conguaglio, consistendo in un'integrazione monetaria uguale per tutti, assolve alla finalità di consentire l'arrotondamento del rapporto di cambio, nel limite del 10% del valore nominale delle azioni o quote assegnate. Allo stesso tempo, il conguaglio potrebbe consistere in una somma di denaro (non limitata in questo caso nel suo ammontare massimo) da assegnare ad una delle beneficiarie a compensazione dell'attribuzione ad altre di assets di valore complessivamente superiore rispetto a quelli assegnati alla prima".

237 GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997, 70 ss: "Con il recepimento della direttiva si è risolta positivamente la questione relativa all'ammissibilità dei conguagli, introducendo nella disciplina dell'istituto un elemento di flessibilità che, come agevola la realizzazione delle fusioni, così smentisce l'esistenza del diritto del socio a mantenere l'integrità della propria posizione partecipativa in occasione di fusioni".

238 RESCIO, *La fusione e la scissione*, in *Ibba-Marasà*, 178, nt. 67: "Nella s.r.l. la possibilità di variare l'ammontare delle quote rende meno frequente il conguaglio: tuttavia esso potrebbe essere utilizzato per tenere conto del valore da accordare a diritti particolari e posizioni di "privilegio" in senso ampio (ivi inclusi i diritti e il tipo di influenza derivanti dal raggiungimento di determinate soglie di capitale sociale) che non possono essere riprodotti in modo inalterato nella risultante".

Ecco che il conguaglio può valere ad offrire un'adeguata compensazione monetaria per la perdita di tali diritti, che non possano trovare cittadinanza nel tipo di destinazione.

Ma se soltanto questo fosse il senso della disposizione in commento, sol che si consideri che nelle s.r.l. e nelle società di tipo personale la quota non deve per forza di cose raggiungere un preciso ammontare, ci si troverebbe dinanzi al paradosso per cui la facoltà di superamento della soglia limite di conguaglio verrebbe prevista soltanto per quelle società che meno ne avvertirebbero l'esigenza. Il problema della mancata corrispondenza tra vecchie e nuove azioni, si può arguire, si presenterà più frequentemente nelle società per azioni che abbiano emesso i relativi titoli assegnando loro un valore nominale unitario intero; ma proprio per le società azionarie, in cui il problema potrebbe presentarsi con maggior frequenza statistica, non si può travalicare il noto limite quantitativo per precisa indicazione della direttiva²³⁹.

E' noto come il limite, e così pure la facoltà di superarlo, provengano dalla direttiva comunitaria, e precisamente dagli artt. 30 della terza direttiva (fusioni) e 24 della sesta (scissioni).

A sua volta l'ordinamento comunitario non fa che recepire un istituto proveniente dall'esperienza germanica. E' già dell'*Aktiengesetz*, nella versione originaria del 1937, la previsione che l'ammontare dei conguagli in denaro non possa superare la decima parte del valore nominale complessivo delle azioni da attribuirsi ai soci della società incorporata. Ma è di capitale importanza notare come nell'ordinamento tedesco il conguaglio in danaro è previsto soltanto a favore del socio di minoranza, come forma di tutela per il medesimo che si suppone essere socio esterno rispetto ai soci di riferimento (v. §§ 304, 305, 306 *AktG*).

Oggi insomma la disciplina tedesca recepisce l'istituto in commento "di ritorno" dall'ordinamento europeo, per farne uno strumento di

²³⁹ V. RESCIO, *La fusione e la scissione*, cit., 178: "A dire il vero, quale che sia la relazione tra tali valori, sarà sempre possibile trovare una frazione matematica che li recepisca, ma nella s.p.a. ciò si ottiene soltanto mediante operazioni di raggruppamento "virtuale" di azioni".

tutela al tempo stesso del socio di minoranza, a fronte di una fissazione di un rapporto di cambio incongruo, ma pure di stabilità della deliberazione societaria. A fronte della corresponsione del conguaglio monetario, che viene determinato nel suo preciso ammontare per via giudiziale, viene ad essere preclusa al socio deluso dal rapporto di cambio, dissenziente in delibera, l'impugnativa della medesima deliberazione assembleare a cagione della pretesa illegittimità del predetto rapporto di cambio²⁴⁰.

Così ricostruiti i fondamenti eziologici dello strumento che ci occupa, non si può fare a meno di notare come la sua presenza nel nostro ordinamento incontri una alquanto sbiadita esigenza di trattare tutti i soci su piede di parità.

Prevale infatti l'interpretazione che il conguaglio in commento debba essere previsto in astratto²⁴¹, per far fronte a una situazione in cui possa fortuitamente venirsi a trovare ciascun socio per via del possesso di un pacchetto azionario non perfettamente divisibile per il comune divisore alla radice del rapporto di cambio fissato tra le società coinvolte.

Il conguaglio pare insomma un corollario del principio della parità di trattamento tra i soci, che si argomenta dall'art. 2348. Poiché le azioni sono eguali e attribuiscono eguali diritti, i soci hanno diritto di ricevere il medesimo trattamento. Il conguaglio, che è uno strumento

240 GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997, 71 nt. 158. "La legittimazione spetta al solo socio che dal verbale di deliberazione della fusione risulti dissenziente; il termine per adire il giudice è di un mese dall'iscrizione e la pronunzia del giudice è efficace soltanto per il socio che abbia promosso il giudizio".

241 MARCHETTI, *Appunti, cit., locc. cit.* E diffusamente sul dibattito circa il "momento" logico in cui il conguaglio debba essere fissato, se *ex ante* o *ex post*, VICARI, *Gli azionisti nella fusione*, 150-153. L'ambiguità si gioca sul termine "assegnate" impiegato dall'art. 2501-ter c.c.: azioni assegnate in astratto per effetto della fissazione del rapporto di cambio, oppure assegnate in concreto a ciascun socio, come un'interpretazione letterale parrebbe suggerire? La lettura che colloca la fissazione del conguaglio al momento della fissazione del rapporto di cambio, dunque conguaglio *ex ante*, è "probabilmente la sola compatibile con il disposto di legge" (VICARI, *op. ult cit.*, 150); infatti poiché il conguaglio deve essere individuato già nel progetto di fusione e di scissione, non può evidentemente in tale circostanza conoscersi quanto sia il conguaglio che spetterà a ciascun singolo socio in concreto, posto che, a tacer d'altro, le partecipazioni sociali ben possono medio tempore essere cedute.

tecnico di perequazione, non può divenire uno strumento di prevaricazione ai danni del socio minoritario. E' in fondo questo il senso dell'aver fissato un limite di natura quantitativa: evitare che la maggioranza assembleare potesse profittare di uno strumento tecnico perequativo per forzare un socio di minoranza all'uscita.

E però, se si condivide quanto sopra, va respinta la tesi secondo cui "Il limite massimo di conguaglio stabilito dal legislatore risponde, dunque, essenzialmente ad una logica di contenimento dei danni che la realizzazione della fusione può arrecare al patrimonio della società, direttamente, in termini di fuoriuscita della liquidità e, indirettamente, per via del disinteressamento dei soci che deliberano la fusione nei confronti delle sorti della società risultante dall'operazione"²⁴².

Ciò in quanto risulta indimostrato ed indimostrabile il danno che un conguaglio superiore alla soglia normativamente consentita possa arrecare ai creditori anteriori all'iscrizione del progetto di fusione. I *residual claimants* non possono vantare altro diritto che quello di opposizione alla fusione, ove la ritengano pregiudizievole per le loro posizioni.

Si consideri che, contabilmente, i conguagli da corrispondersi in caso di operazioni straordinarie attingono a risorse che già il progetto deve aver indicato specificamente come vincolate in apposita riserva all'uopo accesa: "riserva per conguaglio". Si tratta di una riserva

242 GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997, 72 che prosegue: "Il tetto del 10% al conguaglio monetario di cui all'art. 2501 bis, 2° comma, c.c. costituisce, perciò, una limitazione alla libertà di contrattare le condizioni di realizzazione della fusione a cui nemmeno i soci all'unanimità possono derogare. La clausola dell'atto di fusione che fissasse il conguaglio monetario al di sopra del limite del 10% sarebbe, infatti, nulla per illiceità dell'oggetto". Nello stesso ordine d'idee, ancor più esplicitamente NIGRO, *Ripartizione delle partecipazioni e opzione dei soci nella scissione di società*, Milano, 2001, 18: "l'applicabilità del limite del conguaglio in denaro trova una definitiva conferma nell'interesse tutelato da tale previsione. Ed infatti, esso va individuato non tanto nell'interesse del socio alla prosecuzione della sua partecipazione nelle società beneficiarie, quanto piuttosto nell'interesse dei creditori all'integrità del patrimonio delle società beneficiarie. Non c'è dubbio che i conguagli comportano una riduzione del patrimonio trasferito dalla società scissa alle beneficiarie; di qui l'esigenza di prevedere, anche nella scissione, un limite massimo di tale riduzione" pur avvedendosi la stessa A., *ibidem*, nt. 29, che "Sembra opportuno precisare che la riduzione riguarda il patrimonio e non il capitale delle società beneficiarie".

sicuramente disponibile per questa specifica finalità, per la quale appunto è stata creata.

Orbene: in linea di principio, né i soci, né i creditori vantano uno specifico diritto al mantenimento inalterato del patrimonio da parte della società. Lo prova il fatto che è addirittura possibile per la maggioranza assembleare mutare il vincolo di indisponibilità che affetta il capitale, cioè della posta soggetta al più intenso dei vincoli possibili, senza che di ciò il socio dissenziente - che si vede rimborsata una parte del proprio investimento *contra voluntatem* e ovviamente conserverà per l'avvenire una partecipazione dal valore assoluto minore - possa lagnarsi; con la cautela, per i creditori, dell'opposizione entro i tre mesi, e purché sia da loro data la prova del carattere pregiudizievole che la riduzione reale in tal frangente rivesta. Al di fuori del vincolo del capitale sociale (e della riserva legale e delle altre poste in quanto indisponibili) non esiste tuttavia alcun diritto dei creditori al (mantenimento di un) determinato assetto, di una data composizione qualitativa e quantitativa del patrimonio della società a cui fu dato credito.

In aggiunta, nulla pare ostare a che il conguaglio sia attribuito in natura invece che in denaro, non tanto interpretando estensivamente l'art. 2501-ter, comma 1 c.c.²⁴³, quanto applicando i principi generali del diritto civile. Posto che l'obbligazione di corrispondere in conguaglio è obbligazione in senso tecnico, ben potranno la società ed il socio accordarsi per concludere una *datio in solutum*. Essa sarà conclusa sotto la responsabilità dell'organo amministrativo, chiamato a valutare il valore di quanto trasferito, onde risulterà consigliabile per esso dotarsi di apposita perizia al fine di andare immune dalla azione di responsabilità che potrebbe essergli mossa.

243 Così invece VICARI, *op. ult cit.*, 151.

CAPITOLO TERZO

1 Sulla possibilità di un superamento dei limiti normativi posti all'entità del conguaglio.

"Di regola la società sopravvissuta alla fusione aumenterà il proprio capitale assegnando le azioni novellamente emesse agli azionisti delle società estinte, e quindi anch'essa dovrà modificare il proprio statuto, per accrescere il numero delle azioni. Ma può darsi che la fusione non la costringa a mutar lo statuto, sia che essa rimborsi in contanti gli azionisti delle società estinte, sia che li rimborsi con azioni già ritirate dalla circolazione mediante gli utili dei precedenti esercizi o ricevute in commissione per la vendita dai propri clienti"²⁴⁴. "*The merger statutes of most states now provide expressly that one or more parties to the merger may have their shares converted by the merger into shares, obligation or other securities of the surviving corporation or any other corporation, or into cash or other property in whole or part*"²⁴⁵. La prima citazione risale agli albori del diritto commerciale italiano, la seconda ritrae lo stato dell'arte sul punto nel sistema giuridico nordamericano due decenni or sono, all'epoca forse del culminare dell'ideologia neoliberista. E' sostenibile la validità di simili esiti interpretativi nel nostro ordinamento, oppure si deve rinvenire un ostacolo ineludibile alla fusione o alla scissione che assegnino l'equivalente monetario o in natura ad alcuni soci?²⁴⁶

244 VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale, op.cit.*, 475. Che è dunque per la liceità del disinteressamento totale.

245 HAMILTON, *The Law of Corporations in a nutshell*, St. Paul, Minn., 1996, 542, a differenza di quanto capitava nel più remoto passato, che per gli Stati Uniti può datarsi intorno al 1960. Sino a tale data le fusioni erano contemplate unicamente nella forma dello *stock-swap merger*.

246 VICARI, *op. cit.*, 143 nt 27 "In altri ordinamenti viene considerata legittima la fusione con attribuzione ai soci della società controparte, sulla base del rapporto di cambio calcolato in termini congrui, di azioni di società diverse dalle azioni della società post fusione nonché di titoli diversi posseduti dalle società originarie (obbligazioni, *warrants* etc.) v. *sect.* 11.01 del RMBCA statunitense, rubricato "fusione", alla lett. b) (3): "il progetto di fusione deve indicare ... il modo e i termini di conversione, totale o parziale, delle azioni di ciascuna società

Partendo da una nozione di fusione e di scissione che metta al centro l'impresa sociale nella sua accezione di organizzazione economica²⁴⁷, e ne spieghi le varie vicende come modificazioni della organizzazione, si può meglio inquadrare la problematica inerente al disinteressamento del socio.

Pare chiaro che la tematica in esame mette in campo problemi di tipo diverso rispetto alla tematica del rapporto di cambio e del relativo conguaglio²⁴⁸, e che sulla base di tali diversi problemi deve essere affrontata per trovare la propria eventuale legittimazione; non sulla base di una presunta nozione prescrittiva di fusione o di scissione, la quale è parsa per un verso eccessivamente cogente e per altro verso infedele alla eterogenea congerie di prescrizioni normative regolanti i fenomeni di riorganizzazione societaria²⁴⁹.

Né tanto meno la limitazione al conguaglio, le cui ragioni si sono già sommariamente accennate nel precedente capitolo e su cui si tornerà

partecipante all'operazione in azioni, obbligazioni o altri titoli della società post-fusione o di qualsiasi altra società". Questa sarebbe una fattispecie a sé fondamentalmente diversa dalla fusione per OPPO, *Fusione*, 507 ss. (e 508 "non solo la volontarietà del trasferimento, ma la partecipazione alla vicenda dei soci, reali interessati al patrimonio trasferito, qualificano la fusione rispetto ad altre vicende traslative di un patrimonio o di quote di un patrimonio"), BUTTARO, *Considerazioni sulla riforma della disciplina delle fusioni*, *Riv. soc.*, 1993, 570 ss., 572 : "se l'unificazione dell'elemento personale, l'unione dei soci delle società partecipanti all'operazione non fosse un requisito essenziale, un elemento indispensabile per l'identificazione della fattispecie, la fusione si ridurrebbe alla compenetrazione, alla concentrazione dei patrimoni".

247 Sul punto, oltre alla dottrina citata nel precedente capitolo e segnatamente FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, *cit.*, anche FERRI, *Manuale*, che ben individua la fusione come modificazione statutaria che interessa, in via diretta, l'organizzazione sociale e soltanto in via riflessa i rapporti che vi fanno capo.

248 VICARI, *op. cit.*, 142 invece si domanda se sia possibile l'assegnazione all'esito della fusione di azioni di altre società da parte della società fusa o di denaro, individuando come elemento apparentemente ostativo il disposto sul limite al conguaglio.

249 Una corretta impostazione del problema si ritrova in LUCARELLI, *La scissione di società*, *cit.*, 293, nt. 170, secondo cui "Il problema, dunque non è quello di trarre dalla disciplina del conguaglio il divieto di disinteressamento del socio, e di giustificare in quest'ottica, dunque, il limite del dieci per cento alla stregua di un limite indisponibile (v., fra gli altri, G. OPPO, *Fusione e scissione delle società*, *cit.*, p. 58) bensì quello di individuare la disciplina applicabile al caso di specie" "Infatti, la previsione del limite del 10% potrebbe essere letta nel senso che proprio attraverso il conguaglio (fondato su altro obiettivo) non si possa realizzare il fenomeno del disinvestimento, ma ciò non toglie che il medesimo effetto si possa raggiungere nel rispetto di una particolare disciplina. Né la mancata previsione di tale ipotesi all'interno del codice deve far desumere direttamente la inammissibilità di una tale eventualità".

in seguito, pare precludere la differente ipotesi del disinteressamento in senso tradizionale. Diversi sono i presupposti, diversi essendo gli interessi protetti²⁵⁰.

Se con le norme che vietano la previsione di un conguaglio superiore al 10% si vuole evitare in radice che il conguaglio possa prefigurare un espediente messo in pratica dalla maggioranza per liberarsi di soci di minoranza scomodi, non si trovano prescrizioni specifiche che prevedano in che termini il concambio possa essere soddisfatto.

La definizione di fusione o di scissione non svolge una funzione prescrittiva al riguardo, perché se è vero che l'attribuzione di nuove quote rappresenta *l'id quod plerumque accidit*, è normativamente prevista una operazione straordinaria che comporta la vicenda del disinteressamento del socio, vale a dire la scissione non proporzionale su cui ci si intratterà a breve.

Soltanto in apparenza il quadro normativo risulterebbe chiaro. Risulta chiaro, purché si convenga su che cosa debba intendersi per società coinvolte, che cosa debba intendersi per conguaglio e come lo si debba calcolare. Se si approfondisce la materia, emerge, come si vedrà, un quadro assai variegato di opinioni.

Nella fusione e nella scissione di società azionarie non è stato previsto in linea generale il diritto di recesso, al contrario della s.r.l. Probabilmente al fine di assecondare i conglomerati delle società di maggiori dimensioni, il legislatore della riforma non ha riproposto per le s.p.a., mentre ha conservato per le s.r.l., la previsione del recesso

250 Non condivisibile sul punto, per la commistione indebita di concetti, RESCIO, *La fusione e la scissione, cit.*, 179: "nemmeno è possibile asservire il conguaglio a ragioni diverse da quella precedentemente individuata: in questo senso si usa dire che non lo si può preordinare ad ottenere il "disinteressamento" di soci e si esprimono forti dubbi sull'utilizzo a tal fine di beni diversi dal denaro". Similmente, in termini del pari non condivisibili, già NIGRO, *Ripartizione*, 18 e specialmente in nt. 30 "Non appare ammesso, comunque, il soddisfacimento parziale in denaro della partecipazione del socio, con l'assegnazione di azioni o quote in misura proporzionalmente inferiore a quella originaria e un compenso in denaro per la differenza. L'attribuzione di somme di denaro, infatti, è consentita esclusivamente a titolo di conguaglio, cioè quale compenso, nel caso in cui i soci della società scissa non possiedano azioni o quote tali da formare una unità di cambio, di eventuali resti frazionari. Solo in questa prospettiva il conguaglio in denaro risulta compatibile con la prosecuzione del rapporto sociale nelle società beneficiarie, che è elemento di identificazione della fattispecie, per cui non può essere soppressa neanche col consenso di tutti i soci".

per il solo fatto che sia deliberata un'operazione straordinaria, di cui al previgente codice di commercio. Naturalmente, potrà essere l'autonomia privata dei soci a reintrodurre la regola per via statutaria.

1.1 Regola ed eccezione nell'approccio interpretativo agli artt. 2501-ter comma 2 e 2505-quater c.c.

Il legislatore è dunque vittima di una ambiguità di fondo: da un lato veicola l'idea di una equivalenza da perseguirsi nella fissazione del rapporto di cambio; dall'altro se ne disinteressa e pare prescindervi in riferimento alle fusioni e scissioni semplificate. Non per questo giungendo ad intaccare la nozione di fusione e di scissione dettata una volta per tutte e in generale. Le fusioni e scissioni semplificate restano, rispettivamente, fusioni e scissioni²⁵¹, senza che le semplificazioni arrivino ad impattare sulla natura giuridica del fenomeno.

Immaginiamo, seguendo l'articolato normativo, che la problematica inerente la limitazione del conguaglio e la sua eventuale superabilità esaurisca la materia.

Giunti a questo punto è necessario sciogliere l'alternativa seguente. Delle due l'una: o la nozione di fusione e scissione è, diremmo, in prima approssimazione, monolitica, nel senso che non patisce eccezioni, sì che ci troviamo di fronte ad eccezione apparente; oppure la nozione di fusione e scissione non è monolitica, ma descrittiva e compendiosa di una serie aperta di fattispecie applicative.

²⁵¹ Diversamente da quanto ritiene CIVERRA, *Società di capitali e socio*, op. cit., 245: "si pone il problema di stabilire se, a fronte di una determinata partecipazione nella società destinata ad essere incorporata, sia possibile assegnare al socio partecipazioni di società altre, diversa dall'incorporante o, semplicemente, danaro. Per alcuni la natura giuridica della fusione, ossia la circostanza che essa si presenta come operazione societaria di compenetrazione di più strutture organizzative, presuppone assolutamente che il cambio debba essere limitato a partecipazioni della società incorporante o della *newco*. La stessa previsione del limite del conguaglio, oltre a voler impedire che la fusione possa essere occasione di disinvestimento, sul piano sistematico potrebbe avere il significato di discriminare ciò che può chiamarsi fusione (quella con un conguaglio inferiore al 10%) da ciò che fusione non può essere".

Se si accede alla prima tesi, la possibilità di superare il limite del conguaglio in denaro è da qualificare come (non eccezione alla, ma) applicazione della definizione prescrittiva di fusione e scissione. Pertanto il conguaglio potrà aversi soltanto per compensare *de minimis* la disegualianza delle partecipazioni attribuite in natura ai vari soci. Normalmente il conguaglio non può superare il dieci per cento del valore delle quote od azioni assegnate, ma se le società coinvolte non sono società azionarie, lo si può superare, *purché di conguaglio si tratti*. Chi interpreta in questo modo le norme, e si tratta della più gran parte degli interpreti²⁵², in primo luogo non si pone il problema se riferendosi al conguaglio il codice alluda al conguaglio in senso tecnico, come lo si conosce per l'elaborazione avutasi per lo più in materia divisoria; in secondo luogo, ove legge il termine "conguaglio", vi aggiunge "minimo indispensabile".

Se si accede alla seconda tesi si devono esplorare conseguenze interessanti.

Ipotizziamo che "conguaglio" sia termine mutuato dalla materia divisionale.

La divisione può prevedere o non prevedere un conguaglio. Esso è, come ben noto, lo strumento che consente di compensare per equivalente monetario la disegualianza tra le porzioni materiali che vengono assegnate in funzione della quota posseduta da ciascun dividente. Nel momento in cui dalla *pars quota* si addiviene alla *pars quanta*, è frequentissimo che la realtà non si pieghi alla suddivisione aritmetica tra quote astratte. Per assicurare la fattibilità dell'operazione divisionale soccorre dunque lo strumento tecnico concettuale del conguaglio. Allo stesso modo, le azioni o le quote da assegnare raramente saranno un multiplo delle azioni o quote prepossedute, tale da non generare alcun resto. Per assicurare la fattibilità della operazione di fusione o scissione, proseguendo con il parallelo, è previsto lo strumento tecnico del conguaglio.

252 BRODASCA, in *Comm. Marchetti, cit., loc. cit.*

Orbene, non è previsto in alcun modo in materia di divisione che la maggior parte dell'apporzionamento debba esser fatta, come usa dirsi, in natura. In altri termini, il condividente può essere apporzionato per la maggior parte proprio mercé il conguaglio.

Secondo la più autorevole dottrina che recentemente ha avuto modo di intrattenersi sul fenomeno divisionale, risulta chiaro che è divisione il negozio avente la funzione di apporzionamento, il che condurrebbe addirittura ad emancipare la stessa nozione di divisione dal postulato logico di un preesistente stato di comunione²⁵³. Perché, detto in altri termini, la causa della divisione risiederebbe proprio nell'apporzionamento, non nello scioglimento di una preesistente comunione, che dunque non si sarebbe costretti a individuare, in maniera talvolta un po' forzata.

E' per contro previsto in materia di operazioni straordinarie dalla ben nota disposizione che il conguaglio non possa superare il limite del dieci per cento del valore delle azioni o delle quote assegnate. Come la toponomastica del codice rende abbastanza chiaro, questa è la - apparente - regola in fatto di operazioni straordinarie. Ma la regola soffre una - altrettanto apparente - eccezione: quella prevista in fatto di operazioni in cui non partecipino società azionarie. Quando ci si colloca nella - pretesa - eccezione, quale nozione di conguaglio è dunque necessario accogliere? Quella generica, secondo cui è, resta conguaglio anche quello tale da concretare l'intero valore della *pars quota* o quella specifica e limitata dettata all'art. 2501-ter comma 2 c.c.? La maggior parte degli autori opina in questo secondo senso²⁵⁴.

Ora, a ben vedere non vi è alcun argomento testuale che autorizzi questa lettura restrittiva che, anzi, rasenta l'errore logico sul piano di

253 Si veda la fattispecie della divisione fatta dal testatore di cui all'art. 734 c.c.

254 CIVERRA, *op.cit.*, 246 : "Si tratterà, poi, di capire se la non applicabilità del limite del 10% comporti addirittura la possibilità che l'intera partecipazione sia «cambiata» in denaro, attualizzandosi quel disinvestimento che sembra del tutto contrario al senso della fusione come operazione societaria. Forse, ma il problema merita un approfondimento, **l'elemento forte che milita contro un conguaglio al 100% è rappresentato proprio dal fatto che, comunque, di conguaglio si deve parlare e tale non sarebbe quello sopra ipotizzato**".

un'esegesi puntualmente condotta alla stregua dei canoni interpretativi consacrati dall'art. 14 prel.: il punto è che la norma, che si individuerebbe come generale, impiega una nozione limitata di conguaglio, mentre la norma, che si pretenderebbe come eccezionale, non pone limitazione alcuna alla nozione di conguaglio. Anzi: se proprio volesse desumersi dalla struttura testuale l'intenzione del legislatore, bisognerebbe dire che la norma eccezionale, nell'escludere l'applicazione di limiti al conguaglio, opera un'esclusione *tout court*, senza richiamare alcun altro limite. Se così, parrebbe ingiustificato, alla stregua dei comuni canoni ermeneutici, il recupero di una nozione eccezionalmente limitata di conguaglio, nella lettura della norma eccezionale.

O ancora, se si vuol ricostruire in altri termini la questione, il fatto che nella norma generale si sia fatto impiego di una nozione (eccezionalmente) ristretta di un concetto non autorizza a ritenere che nella norma speciale quel concetto, presente al grado puro, partecipi della stessa (eccezionale) ristrettezza che lo connota nella norma pretesa generale. E ciò risulta tanto meno consentito, in quanto è nella pretesa norma generale che la nozione di conguaglio si trova accolta in un'accezione eccezionalmente limitata.

1.2 Argomenti per una rilettura interpretativa dell'art. 2505-quater c.c.

Ma il punto è che è proprio questa interpretazione in termini di eccezionalità dell'art. 2505-quater rispetto al generale art. 2501 c.c. a non essere pienamente appagante.

Gli è che sussistono seri dubbi sulla correttezza di una lettura delle norme di cui agli artt. 2501 c.c. e 2505-quater c.c. in chiave di regola ed eccezione o norma generale - norma speciale²⁵⁵.

²⁵⁵ E v., nel medesimo senso, PICCIAU, *La scissione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, reperibile in www.fondazione-notariato.it: "mi pare si possa sostenere che la disposizione dell'art. 2505-quater debba esser considerata norma generale con riguardo ai tipi

La tecnica del richiamo normativo può forse indurre a suggerire la ricostruzione nei termini ora riferiti, di una regolamentazione generale operante in prospettiva *upside down*, cui farebbe da contrappunto una previsione eccezionale dettata con tecnica *bottom up*. Il legislatore avrebbe disciplinato come macro-procedimento quello delle società azionarie, e poi previsto uno specifico procedimento eccezionalmente destinato a valere nei casi di operazioni straordinarie che non coinvolgano società azionarie.

Ma l'interprete non deve lasciarsi tentare né dalla topografia, né dalla prospettiva, a trarre conclusioni in termini di portata prescrittiva inerenti il fenomeno che lo occupa. E, se solo si prescinde dal *drafting* legislativo, bisogna ammettere che le due norme regolano casi distinti: la prima il caso in cui partecipino società azionarie, la seconda il caso in cui non vi partecipino. Non vi è alcun rapporto di regola-eccezione, sibbene di reciproca specialità. Anzi, da un punto di vista meramente statistico le operazioni straordinarie cui non partecipano società azionarie sono se mai la netta prevalenza. Si aggiunga che la norma trova applicazione anche allorché più società di tipo non azionario si fondano per unione in una risultante società azionaria, la quale, all'evidenza, non potrebbe dirsi aver "partecipato", nel senso fatto palese dalla norma che ci occupa, al procedimento di fusione.

Vero è che entrambe le norme sono figlie, come si è visto, del recepimento della direttiva comunitaria in materia di fusioni e scissioni²⁵⁶. Il limite al conguaglio e la possibilità di travalicarlo ove non si tratti di società azionarie si traggono pianamente dalla

sociali non azionari. In effetti, non vi è ragione di reputare che le norme che disciplinano la fusione con riguardo alle società per azioni debbano essere considerate generali e che le norme che invece riguardino gli altri tipi debbano essere reputate eccezionali. Del resto, non bisogna dimenticare che le discipline della fusione e della scissione hanno una derivazione comunitaria e che la normativa comunitaria ha come campo di applicazione il tipo SpA, così che l'aver costruito la disciplina della fusione e della scissione avendo come implicito modello di riferimento le società per azioni è semplicemente il frutto di una tecnica di formulazione delle norme discendente dal contenuto delle direttive comunitarie".

256 Cfr. per la fusione la III direttiva 70/855/CEE del 9 ottobre 1978, il cui testo è confluito nella Direttiva 2011/35/UE del 29 aprile 2011, la quale si occupa delle sole s.p.a.

direttiva²⁵⁷.

E' rilevante ai nostri fini che il legislatore italiano, nell'atto del recepimento, abbia fruito della possibilità, accordata dalla summenzionata direttiva, per le sole fusioni cui partecipino società non azionarie, di prevedere la liceità di operazioni in cui il limite al 10% del valore venisse superato ed ancor più che le abbia identificate come fusioni e scissioni, esito cui la direttiva testualmente non obbligava. Gli artt. 30 della terza direttiva e 24 della sesta infatti, in un'ottica armonizzativa si limitavano a fare salva la facoltà per gli Stati membri di consentire che quel limite venisse travalicato, *comunque si vogliano chiamare le operazioni che tale limite travalichino*. Eppure tali operazioni sono, per il legislatore italiano, indubitabilmente fusioni (e scissioni). Non perché venga superato quel limite, viene meno il concetto di fusione (o di scissione, ma in punto di applicazione dell'art. 2505-quater alle scissioni non c'è unanimità di vedute e vi si tornerà in seguito). Ciò significa, sul piano pratico, che queste operazioni soggiacciono all'intera disciplina prevista per le fusioni. Dunque soggiacciono anche ad un (preteso) limite connaturale alla nozione di fusione e scissione?

Se così, il tentativo di "andare oltre" parrebbe destinato al fallimento. Ma questo limite è o non è connaturato alla nozione di fusione e di scissione?

Per rispondere al quesito, si è preliminarmente osservato che, nel tentativo assai arduo di ricostruire la nozione di fusione e scissione, la disciplina positiva non offre segnali di portata decisiva. Si è avuto modo di vedere che essa offre su piano perfettamente paratattico esempi di fusione (e di scissione) completamente diversi gli uni dagli altri nelle procedure, nelle finalità, nella tutela dei soci. Con specifico riguardo alla materia del conguaglio, si rinvengono fattispecie in cui è presente ovvero è assente il limite. Quivi si trae il corollario che esso non può essere consustanziale alla nozione di fusione e pertanto non

257 Si è del pari avuto modo di commentare la matrice tedesca di tale soluzione normativa.

vi sono per via positiva limitazioni all'entità del conguaglio in denaro prevedibile, al di fuori di quelle testualmente stabilite²⁵⁸.

Un ulteriore argomento in tal senso emerge dalla stessa normativa europea; da un lato l'ordinamento europeo ha esentato con la direttiva fusioni il rispetto del limite del 10% del valore delle azioni o delle quote assegnate le società azionarie, in ciò recependo una limitazione proveniente dall'ordinamento tedesco, ove è prevista al precipuo fine di tutelare il socio minoritario da un'estromissione proditoria.

D'altro canto, nell'ottica di favorire le fusioni tra società aventi sede in diversi stati membri, in ambito di fusioni transfrontaliere il nostro legislatore ha espressamente previsto che tale limite possa essere derogato, purché la deroga sia ammessa dalla legge applicabile ad almeno una delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera²⁵⁹.

Occorre verificare se il limite in commento, normativamente assente, possa essere posto all'interprete in via ricostruttiva, sulla base degli interessi coinvolti nelle operazioni straordinarie. Per far ciò occorre occuparsi della problematica inerente il rispetto del preteso diritto soggettivo del socio alla conservazione dello *status socii*²⁶⁰.

258 Notava in ottica permissiva CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione delle società*, Milano, 1992, 106 che pur dovendosi riconoscere il ricorso all'espedito del conguaglio come una estrema ratio, "quando non si possa altrimenti ripartire le azioni o quote senza alterare il diritto di ciascun socio a mantenere una partecipazione nelle società beneficiarie proporzionale alla quota che questi aveva nella società scissa", "Se però, in casi eccezionali, il conguaglio in contanti dovesse superare il limite del dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote attribuite con l'operazione, la scissione sarebbe da considerarsi valida e la relativa deliberazione omologabile proprio per l'inequivoco silenzio del legislatore con riguardo all'art. 2501-bis c.c.". (All'epoca non era ancora stato introdotto il limite al conguaglio per le società azionarie).

259 Cfr. art. 6, comma 2 D. lgs. 30 maggio 2008, n. 108 - *Attuazione della direttiva 2005/56/CE, relativa alle fusioni transfrontaliere delle società di capitali*: "Il conguaglio in danaro di cui al primo comma, numero 3), dell'art. 2501-ter del codice civile, non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate, o in mancanza di valore nominale, della loro parità contabile, salvo che la legge applicabile ad almeno una delle società partecipanti alla fusione transfrontaliera ovvero la legge applicabile alla società risultante dalla fusione transfrontaliera consenta il conguaglio in danaro in misura superiore".

260 BIANCHI, *La congruità*, cit., 3, si esprime in termini di interesse del socio alla conservazione della medesima porzione di natura amministrativa e patrimoniale rispetto a quella di cui poteva disporre ante fusione e dall'altro all'interesse alla decisione stessa da parte del socio di aderire alla fusione o, in alternativa, di "uscire" dalla società".

2 I diritti individuali dei soci nella fusione.

La dottrina, sotto il codice di commercio previgente, concordava nel ritenere possibile che l'assemblea straordinaria delle società anonime disponesse della qualità di socio in occasione della fusione, in quanto ai dissenzienti veniva riconosciuto il diritto al recesso, con rimborso delle azioni secondo i valori dell'ultimo bilancio approvato²⁶¹. Tuttavia, in parallelo rispetto allo svilupparsi dello stato di diritto e della affermazione del liberismo in campo economico, nell'ambito delle società anonime si fa strada una teoria, debitrice del filone giusnaturalistico, secondo la quale l'individuo non compromette nella società l'intero novero di facoltà facenti capo al medesimo, ma una parte ne conserva, rendendole così intangibili da parte della maggioranza, che dunque potrebbe intaccare tali facoltà soltanto deliberando all'unanimità. Trattasi della teoria dei diritti individuali del socio, introdotta in origine dal Vighi²⁶². Si veda al riguardo, ad esempio, l'opinione espressa dalla giurisprudenza di merito in un noto caso coinvolgente proprio un'operazione straordinaria datato gli anni Sessanta del secolo scorso²⁶³. I giudici dell'epoca non esitavano ad

261 Così FARAONE, *Fusione*, cit., e, per i riferimenti alla dottrina dell'epoca, v. DE SEMO, *La fusione delle società commerciali*, Roma, 1921 e FERRI, *La fusione delle società commerciali*, Roma, 1936.

262 VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902, 15 ss., ne discorre nei termini di "diritti che vedono la caratteristica essenziale nel non essere mai "in nessun caso soggetti alla volontà della maggioranza".

263 Così GIULIANI, *Fusione, rapporto di cambio e tutela dei minimi azionisti*, *Riv. Not.*, 1970, 449 ss. che annota Trib. Milano, 13 aprile 1970, Ravelli & C. s.a.s. c. Gruppo Lepetit s.p.a. secondo cui "la conservazione dello status di socio è diritto indisponibile da parte dell'assemblea: tale diritto individuale non può, pertanto, essere escluso o limitato con deliberazione maggioritaria di fusione obbligando i singoli azionisti - in ragione del disposto rapporto di cambio - a comprare o vendere azioni per conservare lo status di socio o per convertire in denaro il valore della loro partecipazione". Precisamente, l'A. nota, 451: "un punto non dovrebbe dar luogo a discussione: l'esistenza di un diritto individuale dell'azionista a rimanere socio, anche in contrasto con la volontà della maggioranza e corrispondentemente l'inoperatività di qualsiasi iniziativa assunta per modificare tale diritto, ed escludere la possibilità per il socio di proseguire l'originario rapporto sociale, nell'ambito della società incorporante o risultante dalla fusione. Sulla stessa vicenda ebbe modo di pronunciarsi App. Milano, 30 aprile 1971, *Riv. dir. comm.*, 1973, II, 95 ss. con nota di FARAONE, *Fusione e conservazione della qualità di socio*. Nella manualistica, persiste tuttora una rigida contrarietà ad ammettere

eleggere la pretesa a rimanere socio a contenuto di un diritto indisponibile per l'assemblea.

La dottrina tradizionale²⁶⁴ individuava numerosi diritti individuali dei soci (all'informazione, all'intervento in assemblea, al voto) ma tali diritti, lungi dal venir scolpiti in una (disinteressata) assolutezza, erano sempre, a ben vedere, strumentali alla soddisfazione di interessi di natura economica in senso lato: o funzionali all'esercizio del voto o funzionali all'esercizio di altri diritti, a loro volta strumentali all'esercizio del voto.

Non è qui possibile ripercorrere l'evoluzione del dibattito in commento, se non passando per quel contributo miliare che ha fatto giustizia delle situazioni giuridiche soggettive dell'azionista²⁶⁵.

"In merito alla concreta determinazione del rapporto di cambio e' stato inoltre affermato in dottrina che i soci delle società fuse od incorporate hanno diritto alla prosecuzione del rapporto sociale di partecipazione nella società incorporante (o risultante dalla fusione) e ad evitare la modificazione del contenuto obiettivo del rapporto limitatamente a quelle situazioni soggettive inderogabili della società

che nella fusione o nella scissione vi possa essere un mutamento della compagine sociale alla stregua di una compromissione, anche soltanto parziale, dello *status socii*: "In ogni caso, nonostante il conguaglio è possibile la formazione di resti; in questi casi, e posto che la fusione non può determinare l'estromissione del socio - violando il *diritto individuale a rimanere socio* - il progetto deve contenere strumenti idonei a consentire ai possessori di resti di essere integrati fino al quoziente intero ovvero di alienarli realizzandone il valore. Secondo la dottrina e la giurisprudenza di merito, tale conguaglio non può superare il *dieci per cento* del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate (art. 2501-ter comma 2), per evitare che i possessori delle partecipazioni minime possano essere estromessi dalla società risultante dalla fusione." (CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Torino, 2010, 614, Trib. Benevento cit.) Ciononostante questo modo di argomentare si scontra in modo sempre più netto ed è sempre più difficile da sostenere, sol che si ponga attenzione ad alcune ipotesi normative testualmente previste, come ad esempio la scissione asimmetrica, di cui meglio infra.

264 ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, *Riv. soc.*, 1961, 929 ss., 936; GIULIANI, *Sul diritto di intervento in assemblea degli azionisti privilegiati privi di diritto di voto*, *Riv. not.*, 1966, 718 ss.

265 BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960, 170 ss. L'interesse dell'azionista a restare socio non è meritevole di protezione secondo Cass., 13 febbraio 1978; App. Milano 30 aprile 1971; TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, *Giur. Comm.*, 1979, I, 692 ss., BIONE, *Le azioni*, 17 ss., CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, *Riv. Soc.* 1993, 1 ss., 45; CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991, 134 ss. BIANCHI, *op. cit.*, 93 ss.

senza il loro espresso consenso"²⁶⁶. E però in senso contrario, "con opinione che, alla luce di quanto previsto all'articolo 2501 bis, primo comma n. 3 e secondo comma del codice civile, appare preferibile"²⁶⁷, che "in determinate ipotesi la fusione può comportare il sacrificio della qualità di socio senza il consenso del socio medesimo, "essendo assurdo pensare che la fusione non possa essere attuata solo perché un socio, sulla base della quota di partecipazione nella sua vecchia società, non può che acquistare una quota di proprietà nella società incorporante" o risultante dalla fusione"²⁶⁸. Sulle stesse posizioni è Di Sabato.²⁶⁹

Ma ancora: non è senza significato notare che gli stessi autori, a proposito del disinteressamento del socio, parrebbero configurare una prima, cauta apertura, cui peraltro non pare abbia fatto seguito un particolare approfondimento dottrinale: "Si ritiene infine in dottrina che la delibera di fusione non possa concedere al socio alternativamente il diritto alla liquidazione della quota ovvero alla

266 MORANO - ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni, Le Società*, 1991, 920. I quali citano in tal senso le posizioni di F. FERRARA JR. - F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1987, 740; E. SIMONETTO, *Delle società*, cit., 275; C. SANTAGATA, *La fusione fra società*, cit., 256; G. TANTINI, *op. cit.*, 314; A. SERRA, *op. cit.*, 360; in giurisprudenza si veda Trib. Milano 13 aprile 1970, in *Banca, borsa e tit. cred.*, 1972, II, 152 ss.; App. Milano 30 aprile 1971, in *Giur. merito*, 1971, I, 315 ss.

267 MORANO - ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni, Le Società*, 1991, 920.

268 MORANO - ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni, Le Società*, 1991, 920, i quali riportano le opinioni di DI SABATO, *op. cit.*, 607; Cass. 13 febbraio 1978, n. 657, in *Giur. comm.*, 1978, II, 655 e SANTAGATA, *La fusione fra società*, cit., 262. Per la dottrina più risalente, oltre a VIVANTE, *op. cit.*, v. BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società*, II, *Società per azioni*, Milano, 1948, 647: "il contratto di fusione può fissare condizioni diverse in conformità alla convenienza economica dell'operazione, specialmente in quei casi in cui la società incorporante [...] abbia ritenuto più vantaggioso tacitare in danaro i soci o azionisti di quest'ultima [dell'incorporata]".

269 DI SABATO, *Diritto delle società*, 2011, 553, giustificando l'eccezionale rivalutazione delle poste dell'attivo in sede di fusione in funzione del mantenimento della partecipazione nella società risultante, afferma: "in caso contrario, si deve riconoscere che la fusione può comportare anche il sacrificio della qualità di socio senza il suo consenso. Né si può parlare, in tal caso, di una sorta di espropriazione del diritto di partecipare alla società da parte della maggioranza, perché - come si è visto a proposito delle modificazioni dello statuto - non esiste un diritto super alla qualità di socio tutelato in quanto tale, indipendentemente dai singoli diritti e poteri di cui essa si compone. Il quale Di Sabato reputa assurdo pensare che la fusione non possa essere attuata solo perché un socio, sulla base della sua quota di partecipazione nella vecchia società, non può che acquistare una quota di proprietà nella società incorporante o risultante dalla fusione".

conservazione dello status di socio. Il diritto di recesso spetta infatti ai soci assenti o dissenzienti, nella deliberazione di fusione, solo nel caso in cui quest'ultima comporti il cambiamento dell'oggetto o del tipo della società ovvero il trasferimento della sede sociale all'estero. Questo principio risulta ora in parte mitigato dalla possibilità di prevedere un conguaglio a favore dei soci, pur se nel limite del 10% del totale delle azioni assegnate"²⁷⁰.

L'interesse di natura economica che ha il socio è quello di conservare il valore economico della propria partecipazione ed ha per oggetto il valore intrinseco della stessa (c.d. *equal value*). Il punto è pacifico per la dottrina nordamericana, come già si è visto dalla citazione d'apertura del presente capitolo. Onde "l'azionista di minoranza ha il diritto a ricevere il valore sostanziale delle azioni che aveva in precedenza... questo è il concetto di correttezza nel contesto delle fusioni"²⁷¹.

Tali conclusioni non trovano smentite nell'ambito delle fusioni *intercompany*.

Anche in questi casi, in cui più forte può farsi il conflitto tra la maggioranza, che siede in ambo le assemblee, tanto della controllante quanto della controllata, e la minoranza, la letteratura americana non giunge mai ad elevare a diritto di stabilità reale della posizione del

270 MORANO - ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni*, *Le Società*, 1991, 921. Conformi in dottrina FERRARA - CORSI, op. cit., 740 secondo i quali "con questa disposizione (l'art. 2501-ter c.c.) risulta pertanto impossibile quello che veniva chiamato il "disinteressamento" in danaro dei piccoli soci delle società fuse"; TANTINI, op. cit., 293; SERRA-SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Torino, 1994, 38: "Ne consegue che l'istituto del conguaglio non serve a consentire - in tutto o in parte - il soddisfacimento in denaro dei diritti dei soci [...]. In altre parole si è confermata l'impossibilità di un *disinteressamento* in danaro dei soci delle società fuse"; SIMONETTO, *Delle società*, cit., 204; in senso parzialmente diverso sembra esprimersi, seppur in modo non chiarissimo, C. SANTAGATA, *La fusione fra società*, cit., 257, il quale, esclusa la possibilità di un soddisfacimento integrale in contanti di tutti i soci di taluna delle società destinate ad essere incorporate o fuse, sembra invece favorevole ad ammettere la possibilità di prevedere un diritto di recesso a favore di soci dissenzienti o assenti dalla deliberazione di fusione. Citando poi, in senso contrario, l'opinione isolata del Trib. Foggia, 28 febbraio 1973. Ma v. oggi la riconosciuta possibilità di ammettere *ad nutum* il diritto di recesso, nella srl, e la massima del Consiglio notarile di Roma nel medesimo senso. Ciò esclude che il recesso possa minare interessi diversi da quelli degli stessi soci: l'exit si mostra possibile non impingendo nella posizione dei *residual claimants* i quali hanno a loro disposizione lo strumento dell'opposizione alla fusione.

271 CARNEY, *Mergers and acquisitions. Cases and materials*, New York, 2000, 79.

socio nell'ambito della società, poiché il rispetto del principio di parità di trattamento non comporta per essa un'assoluta intangibilità della partecipazione²⁷².

Diversamente opinava tuttavia una nutrita serie di interpreti, secondo i quali sarebbe da individuare un parallelo tra la natura neutrale della fusione e della scissione da un lato, e dall'altro il mantenimento dello status di socio all'esito dell'operazione straordinaria²⁷³.

Anche i pratici vanno nella stessa direzione, allorché pretendono che a supportare un'eventuale modifica della caratura dei soci vi sia una causa lecita che deve essere specificamente enunciata, non bastando la sola fusione o scissione allo scopo²⁷⁴.

Eppure gli interpreti non danno prova di pari solerzia nel (non) imporre che l'operazione di trasformazione, che dovrebbe essere, essa pure, neutrale, come si è visto, non deroghi in concreto a tale immutabilità della caratura del socio, nemmeno previo unanime accordo dei soci medesimi. Si allude al fatto che, nonostante l'art.

272 COX, *Mergers and Acquisitions: Equal Treatment for Shareholders: an Essay*, in 19 Cardozo L. Rev., 1997, p. 615 ss.

273 SERRA, *La trasformazione*, 360 ss. "il socio ha diritto alla prosecuzione del rapporto sociale di partecipazione e..., pertanto, la determinazione del rapporto di cambio non può avvenire in modo tale da privare della qualità di socio coloro che detengono una quota inferiore al minimo cambiabile" conformi MORANO-ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni, Le società*, 1991, 905 ss., 920; TANTINI, *Trasformazione e fusione delle società*, *Tratt. dir. comm.*, 10, 1985, 31 ss. CAGNASSO IRRERA, voce "Fusione e trasformazione delle società", *Digesto disc. priv. sez. comm.*, 6, Torino, 1991, 309 ss., 319, Trib. Milano, 13 aprile 1970, riv. not. 1970, 449 ss., nt di GIULIANI, *Fusione, rapporto di cambio e tutela dei minimi azionisti*, *Riv. not.*, 1970, 449 ss. e OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, *Riv. dir. civ.*, 1974, I, 629 ss.: "il socio ha per contratto il diritto, quale che sia il suo sacrificio richiesto nell'interesse comune, di concorrervi solo nella proporzione stabilita dal contratto e ha diritto a che gli altri soci vi concorrano nella proporzione medesima" csg "un mutamento dell'assetto delle posizioni reciproche non può essere imposto neanche contro sostitutivi, compensi o indennizzi".

274 COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.A.32 - (CONGUAGLI IN DENARO - 1° pubbl. 9/08) Nella fusione e nella scissione è possibile prevedere conguagli in denaro al solo fine di evitare che all'esito di tali operazioni si formino dei resti. Nel caso in cui sia possibile determinare un rapporto di cambio che non dia luogo a resti non è dunque consentito prevedere un conguaglio in denaro, anche se l'approvazione del progetto venga deliberata all'unanimità, poiché in tal caso il negozio posto in essere non rientrerebbe esclusivamente nella causa della fusione o della scissione. In altre parole il disinvestimento parziale che consegue alla percezione di un conguaglio in denaro (il cui onere - nell'ipotesi tipica - grava sulle società e non sui soci), deve avvenire in una forma tipica, ovvero, se in forma atipica, con l'enunciazione di una causa lecita.

2500-sexies comma 3 c.c. faccia parola di un diritto di ciascun socio all'assegnazione di una partecipazione proporzionale al valore della sua quota, non si dubita che tal diritto possa essere compromesso previa prestazione del consenso negoziale del socio che veda lesa a proprio danno tale proporzionalità.

Inoltre, in fatto di operazioni sul capitale è oggi comunemente ammesso dalla dottrina che tanto l'aumento quanto la riduzione non affettino proporzionalmente i soci, ma si rivolgano (le prime) in via mirata ai danni di talune partecipazioni di alcuni soci, come pure che siano dirette a rimborsare (le seconde) fuori da un criterio di rigida proporzionalità il capitale investito.

Il corretto presupposto da cui muovere risiede nella individuazione dell'interesse protetto: tanto nel caso della riduzione non proporzionale per perdite quanto nel caso della riduzione reale del capitale con restituzione non proporzionale ai conferimenti, non è dato rinvenire un interesse proprio di terzi tale da inficiare la validità della deliberazione. Per i terzi creditori non appare dirimente che il rimborso vada proporzionalmente ripartito tra i soci oppure soltanto alcuni ne beneficino, nulla aggiungendo in termini di pericolosità tale modalità di rimborso alla diminuzione della garanzia patrimoniale generica recata dalla liberazione della posta di vincolo corrispondente, nell'attivo patrimoniale, alla aliquota di capitale disinvestito. La compromissione della proporzionalità tra soci affetta l'interesse di ciascun singolo socio al mantenimento del c.d. diritto al rango, impatta dunque sui rapporti di forza tra socio e socio, senza che si rinvenga alcun interesse di terzi da salvaguardare.

3 La scissione non proporzionale.

Stando agli intenti dichiarati nella Relazione alla riforma delle società di capitali del 2003, «Si è così provveduto... a sfruttare taluni margini consentiti alla direttiva e non sfruttati dal D.Lgs. n. 22 del 1991. Il che

è stato fatto... facendo ampio ricorso... a previsioni specifiche... ovvio quello (art. 2506, comma 2) che consente «che per consenso unanime, ad alcuni soci non vengano distribuite azioni di una delle società beneficiarie della scissione, ma azioni della scissa». Il testo originario della norma è poi stato corretto con il D.Lgs. 28 dicembre 2004, n. 310 estendendo la previsione anche alle quote, come appariva logico ed era stato ritenuto opportuno già dai primi commentatori della riforma²⁷⁵.

Il citato passo della relazione alla riforma fa riferimento all'art. 5 paragrafo 2 della Sesta direttiva, che consente l'attribuzione agli azionisti della scissa di azioni delle beneficiarie con criterio non proporzionale.

Gli Stati membri possono prevedere che gli azionisti di minoranza della scissa possano esercitare il diritto di fare acquistare le loro azioni. I criteri di determinazione del valore non sono indicati nella direttiva, ma è previsto che, in caso di disaccordo, esso possa essere fissato dal giudice.

"Nella scissione tipica le azioni o quote delle società risultanti da tale operazione (scissa e beneficiarie) sono attribuite ai soci in misura proporzionale alla loro partecipazione originaria.

Costituiscono eccezioni a tale principio la scissione non proporzionale e la scissione asimmetrica.

La prima è disciplinata dal secondo periodo del comma 4 dell'art. 2506 bis c.c., e si concretizza ogni qualvolta il progetto di scissione preveda una assegnazione ai soci in misura non proporzionale, senza che tale disparità di trattamento sia interamente compensata con conguagli in denaro.

Perché ricorra tale fattispecie è tuttavia indispensabile che nessun

275 Trib. Verona, 2 dicembre 1999 (decr.) e App. Venezia 16 marzo 2000 (decr.), *Giur comm.*, 2001, II, 268 con nota di SPERONELLO, *La scissione di società fra tipicità ed autonomia negoziale: un caso di «assegnazione» di quote della scissa e*, Trib. Verona, *Le società*, 2000, p. 448 con nota di PAOLINI, *Divieto di distribuzione ai soci di quote non proporzionali nella scissione parziale con unica beneficiaria*.

socio sia escluso dalla assegnazione, anche se minima, di partecipazioni in tutte le società risultanti dalla scissione, compresa la scissa.

La scissione asimmetrica è invece disciplinata dal secondo periodo del comma 2 dell'art. 2506 c.c., il quale prevede che con il consenso unanime dei soci sia possibile non assegnare ad alcuni di essi partecipazioni in una delle società beneficiarie, ma partecipazioni della scissa.

Tale disposizione, stabilendo un principio generale circa la possibilità per i soci di disporre all'unanimità del loro diritto di partecipare a tutte le società risultanti da una scissione, può essere interpretata estensivamente.

Può quindi ritenersi legittimo che, con il consenso unanime dei soci, ad alcuni di essi non siano assegnate partecipazioni di una o più società risultanti da una scissione (siano esse la scissa o le beneficiarie), compensando tale mancata assegnazione con maggiori partecipazioni in qualsiasi altra o altre società risultanti²⁷⁶.

Ora, nella normativa previgente alla riforma delle società di capitali, come è noto, una norma imperativa consentiva al socio di optare per la partecipazione proporzionale²⁷⁷.

²⁷⁶ COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.E. 2 - (SCISSIONE NON PROPORZIONALE E SCISSIONE ASIMMETRICA) E in tal senso anche MAGLIULO, *La scissione*, cit., 260 ss.

²⁷⁷ LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Riv. Soc.*, 2004, passim: "Fra gli altri, risulta di particolare interesse nella prospettiva adottata, il tema della scissione con separazione dei soci, di cui alla disposizione sulle forme di scissione, un problema che già d'Alessandro definiva di separazione consensuale. Non essendo previsto espressamente dal codice ante riforma, si era soliti collocarlo all'interno della tematica della distribuzione non proporzionale, atteso che la separazione configura senz'altro tale tipo di distribuzione, anche se ad un grado maggiore. E ciò a prescindere dal fatto che in seguito alla separazione, ad alcuni soci venissero distribuite azioni o quote della scissa, o di una beneficiaria. Attraverso questa operazione interpretativa, si prevedeva che per l'ipotesi di separazione dei soci (confluiti nella scissa o nelle beneficiarie), come in genere per la distribuzione non proporzionale, fosse necessario riconoscere al singolo socio il diritto di optare per la partecipazione proporzionale a tutte le società. Tecnica estremamente complicata nella realizzazione, perché permetteva la decisione individuale sulla proporzionalità, pur mantenendo inalterato il contenuto della scissione, nonché simultaneamente la

Il socio vantava un vero e proprio veto, con cui poteva bloccare per tutti e non soltanto per se stesso la divisata operazione non proporzionale, tramutandola in una operazione proporzionale e pertanto radicalmente diversa, sotto il profilo organizzativo complessivo delle strutture coinvolte, prima ancora che per le economie individuali dei soci. Da ciò la dottrina traeva argomento per sancire la neutralità piena della operazione di scissione. Il che però non era del tutto esatto, perché a buon diritto avrebbe potuto dirsi che se davvero l'operazione non avrebbe potuto che essere neutrale, allora non avrebbe dovuto mai essere consentito, nemmeno mercé il tacito consenso di alcuni soci, la non proporzionalità. La norma trovava il proprio fondamento in una tutela avanzata della caratura del socio. Proteggeva l'interesse del socio a non veder leso il proprio diritto al rango in occasione di una scissione. E in tale protezione probabilmente eccedeva di zelo, se è vero, come è vero, che è stata radicalmente riformulata.

Tale veto del socio vediamo oggi sacrificato alle ragioni di libertà di organizzazione recate dalla maggioranza egemone. Il socio non può più optare per la partecipazione proporzionale ma, se in dissenso, può soltanto chiedere ed ottenere il controvalore delle proprie partecipazioni determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso.

Eppure, si legge ancora l'osservazione che nemmeno nella scissione non proporzionale o asimmetrica si può ledere la posizione di alcuni soci rispetto ad altri²⁷⁸.

non proporzionalità della distribuzione delle partecipazioni per le quali non fosse stata esercitata l'opzione. È indiscutibile che sul punto la nuova disciplina semplifichi la pratica realizzazione della scissione, in quanto ammette la separazione (peraltro - ancora una volta con un risultato parziale - trattando esclusivamente il caso di divisione dei soci cui vengono assegnate azioni e quote della scissa) solo in presenza del consenso di tutti i soci, e dispone che alla tecnica della distribuzione non proporzionale si possa accedere solo previa previsione in progetto del diritto di ciascun socio dissenziente di far acquistare le proprie partecipazioni per un corrispettivo determinato alla stregua del diritto di recesso."

278 PICONE, in *Comm. Marchetti-Bianchi*, cit.

In senso contrario un autore, isolato²⁷⁹, secondo il quale si può realizzare un trasferimento di ricchezza nell'operazione di scissione. Di qui la previsione dell'unanimità per la scissione cosiddetta asimmetrica. L'unanimità sarebbe la cifra del sottostante trasferimento di ricchezza, che soltanto nella scissione cosiddetta asimmetrica si realizzerebbe e non in altre ipotesi, quale supporto di un atto che avrebbe natura dispositiva e non meramente modificativa²⁸⁰.

Nella sola scissione asimmetrica si rinviene, oltre ad una ineguale distribuzione delle partecipazioni nelle società beneficiarie, un incremento della partecipazione di almeno uno dei soci all'interno della scissa. Questa assegnazione di quote viene eletta a tratto distintivo dirimente della fattispecie, implicante un trasferimento di ricchezza.

Questa dottrina ha buon gioco nel criticare la formulazione normativa altrimenti effettivamente poco perspicua, in quanto, presa alla lettera, pare imporre l'unanimità nel solo caso in cui la scissione preveda, oltre alla sparizione del socio da una o più delle società risultanti all'esito della scissione, l'incremento della di lui partecipazione nella scissa; mentre letteralmente non sarebbe richiesta l'unanimità negli altri casi in cui pure vi sia una sparizione del socio da una o più delle società risultanti, senza però che abbia luogo il congiunto incremento

279 NOTARI, *Scissione non proporzionale con concambio di tutte le azioni di alcuni soci della società scissa*, *Riv. Dir. Comm.*, 2009, I, 801 ss.

280 "Nella scissione non proporzionale, si noti, il mancato consenso degli interessati fa solo scattare il diritto di vendita, ma non blocca l'operazione, in quella non proporzionale asimmetrica (che della prima costituisce, secondo alcuni autori, un'applicazione estrema) blocca l'intera procedura. Le due ipotesi di scissione sono molto simili il che potrebbe avvalorare l'idea che il consenso potrebbe essere surrogato dal diritto di vendita; è stato tuttavia fatto notare in dottrina che la previsione dell'art. 2506-bis consente di fatto un'espropriazione del diritto individuale del socio alla partecipazione, diritto che viceversa l'art. 2506 tutela con maggiore intensità attraverso l'obbligo del suo consenso. La disposizione appare pertanto eccezionale e dunque insuscettibile di applicazione analogica, una previsione in questa direzione del progetto di scissione potrebbe allora essere ammissibile solo nel senso di concedere tale facoltà al socio previo suo consenso all'operazione." Così LAURINI, *Brevi note sui profili operativi della scissione asimmetrica*, *Riv. Not.*, 2007, 1133. Diversamente, opta per una lettura estensiva delle norme in tema di scissione asimmetrica MAGLIULO, *La scissione*, 292 ss.

della sua partecipazione nella società scissa. La dottrina ha escogitato una lettura che supera l'interpretazione letterale per rendere ragione di tale prescrizione, giungendo a invocare il principio unanimistico ogni qual volta vi sia appunto il venir meno del socio da una qualsiasi delle società coinvolte, senza che abbia decisivo peso l'aumento della sua partecipazione nella scissa, che rappresenta null'altro che una modalità realizzativa dell'operazione.

Quel che vale la pena di sottolineare è che, da un lato, la scissione asimmetrica familiarizza l'interprete con l'eventualità di una vera e propria sparizione del socio da una o più delle società risultanti all'esito del procedimento.

D'altro canto, nella scissione non proporzionale sostanzialmente è consentito che il socio in disaccordo con la non proporzionalità dell'assetto determinato per l'approvazione del rapporto di cambio sia disinteressato almeno parzialmente in denaro, senza replica del limite generico del 10% del conguaglio. Ciò pare avere, se non ci si inganna, una ricaduta in termini *sozialrechtlich*, non rappresentando l'intrusione nella procedura di scissione di istanze individualistiche, se è vero, com'è vero, che la deliberazione in questione non necessita affatto della unanimità dei consensi, essendo una normale deliberazione assembleare soggetta ai normali quorum. Si consideri che invero lo scioglimento del rapporto sociale limitatamente a uno o più dissenzienti, se occasionato dal recesso, "potrebbe causare il fallimento dell'operazione progettata, mentre l'attivazione del diritto di far acquistare la quota o le azioni dei non consenzienti la lascerebbe impregiudicata"²⁸¹. Ciò in quanto la società dovrebbe essere in grado di reperire le risorse necessarie a far fronte al recesso impreveduto. Invece, la possibilità di collocare su soggetti determinati sin dall'inizio il costo dell'eventuale diniego del consenso di taluni soci consente che l'operazione sia portata agevolmente a compimento²⁸².

281 RESCIO, *La fusione e la scissione, cit.*, 191.

282 RESCIO, *La fusione e la scissione, cit.*, 191: "La ratio della disposizione, dunque, si trova nel bilanciamento tra la protezione dell'interesse dei non

Dunque la previsione normativa in commento è incline a ledere la caratura del socio (vittima dell'attribuzione non proporzionale) in omaggio a un interesse che non può non avere dignità sociale.

4. Modalità alternative di soddisfazione del concambio: il problema del disinteressamento del socio.

Mette subito conto segnalare che al riguardo si incontrano notevoli resistenze da parte degli autori nell'ammettere un esito parso a molti inaccettabile²⁸³.

Abbiamo cercato di dimostrare nelle pagine che precedono come non vi sia un diritto alla conservazione dello status di socio.

Che i problemi che pongono al riguardo le operazioni straordinarie vanno affrontati alla stregua dei principi di parità di trattamento ed eguaglianza.

Che non risultano limiti né dalle nozioni di fusione e scissione, né dalla nozione di conguaglio.

Che vi sono ipotesi in cui il legislatore ha attribuito un potere di azione ai soci di riferimento e un corrispettivo diritto di essere liquidati in danaro da parte della minoranza da estromettersi e che tale vicenda può condurre all'esito della integrale fuoriuscita di alcuni soci con corresponsione in danaro del valore della loro partecipazione.

consenzienti a non subire la destinazione loro riservata nel progetto di scissione non proporzionale con l'interesse, non meno meritevole, della maggioranza a realizzare comunque l'operazione programmata". ID., *ibidem*, nt. 106: "Infatti, il venir meno - senza sostituzioni - dei soci recedenti e della relativa partecipazione sociale per un verso renderebbe impraticabile la distribuzione delle quote con i connessi rapporti di forza all'interno delle società risultanti su cui è riposto l'affidamento di chi ha approvato il progetto; e, per altro verso, impoverendo il patrimonio oggetto di scissione di quanto necessario per rimborsare il recedente, porrebbe complicati problemi, (i cui termini sarebbero *ex ante* ignoti, non essendo dato sapere al momento della redazione del progetto quanti e quali soci si vorranno avvalere del potere di recesso) di riequilibrio nella ripartizione del medesimo patrimonio tra la scissa e le beneficiarie (il problema, date le caratteristiche dell'operazione, non potrebbe risolversi con un criterio proporzionale, dovendosi fare in modo che la perdita ricada a carico della/e società a cui il recedente era destinato, con i conseguenti riflessi sull'entità del patrimonio netto a questa/e attribuito)".

283 V. dottrina citata alle nt. 268 e 271.

Che il medesimo trattamento è riservato a coloro che non approvino una scissione da attuarsi non proporzionalmente.

Resta da comprendere se una operazione straordinaria possa condurre alla soddisfazione in denaro o in natura della *consideration* che il socio aveva nella società, al di fuori dei casi già segnalati. Se nella disciplina di diritto positivo debbano intravedersi degli ulteriori limiti²⁸⁴.

Possibilista pare, sul punto, un'autrice che espressamente se ne occupa in sede di primo commento alle semplificazioni attuate dalla riforma del diritto societario²⁸⁵. Secondo la Scognamiglio, "la rigida barriera onde è preclusa, alle società azionarie, la fusione in presenza di una parziale liquidazione dei soci (nell'ambito e all'interno del procedimento di liquidazione volontaria della società), ed è interdetta altresì la parziale liquidazione dei soci attraverso l'attribuzione di un importo in contanti in misura superiore al 10% del valore nominale delle azioni assegnate in cambio di quelle originarie, è probabilmente da considerare come eretta a protezione dell'interesse a che la fusione non comporti, quando coinvolga appunto società capitalistiche di maggiori dimensioni, l'erosione dei rapporti di partecipazione preesistenti e dunque la depatrimonializzazione delle società stesse;

284 Per VICARI, *Gli azionisti nella fusione, cit.*, 145 ss., "Rilevanza decisiva assumono, a questo punto, le espressioni letterali degli artt. 2501 *ter*, 1° c., n. 3) c.c. (che fa riferimento al "rapporto di cambio delle azioni o quote"), 2501 *ter*, 1° c., n. 3) e 2° c., c.c. (che limita al dieci per cento del valore nominale delle azioni assegnate il conguaglio in denaro attribuibile ai soci, anche in relazione all'art. 2505 *quater*, c.c.), 2051 *quinquies* e *sexies*, c.c. (che qualificano come essenziale la determinazione del rapporto di cambio) e 2505, 1° c., c.c. (che identifica come tendenzialmente eccezionale l'ipotesi di fusione senza determinazione del rapporto di cambio). Dovrebbe, cioè, ritenersi che, ad impedire la possibilità di conversione delle azioni assegnate ai soci delle società originarie in base al rapporto di cambio in beni diversi dalle azioni della società post-fusione (e a far ritenere legittima solamente la forma della c.d. *stock-swap-merger*) militino essenzialmente, allo stato, gli argomenti letterali ricavabili dalle richiamate disposizioni".

285 SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario, Riv. Not.*, 2003, 892: "Sembra allora doversi accreditare di una maggiore attendibilità, e rispondenza alla *ratio* complessiva dell'art. 2505-*quater*, l'opposta lettura: alla stregua della quale l'accesso alla fusione viene consentito, alle società non azionarie, anche in presenza di una parziale liquidazione dei singoli rapporti di partecipazione (essendo già iniziata la ripartizione dell'attivo sociale), così come viene consentito, in costanza di fusione, di liquidare (un tempo si diceva "disinteressare") parzialmente i singoli soci attraverso l'attribuzione di una somma di denaro, che non assolverebbe allora, o potrebbe non assolvere, soltanto alla funzione di conguaglio, come sopra descritta".

interesse che viene reputato evidentemente non meritevole o meno bisognoso di tutela imperativa nelle società di tipo personalistico"²⁸⁶.

A tale traguardo maggiormente possibilista la stessa autrice giunge dopo aver, in passato, recisamente sostenuto che la fusione nella quale non fosse determinato il rapporto di cambio e fosse previsto il soddisfacimento in denaro dei soci delle società destinate ad essere incorporate sarebbe stata addirittura inesistente²⁸⁷.

Al riguardo, però, è da dire che il profilo della lesione patrimoniale non può, né deve, essere sopravvalutato. Mentre per converso non può riconoscersi valenza dirimente neppure alla natura capitalistica delle società coinvolte, né alla dimensione dell'impresa. Quanto al profilo della lesione patrimoniale, i creditori avrebbero comunque a disposizione lo strumento dell'opposizione a loro tutela, e peraltro per il più lungo periodo di trenta giorni, in luogo dei quindici previsti proprio per le s.r.l., in cui pure tale liquidazione risulta ammessa. La natura capitalistica del tipo neppure è idonea a fare da serio discriminante, perché evidentemente è possibile il disinteressamento parziale nelle s.r.l. che sono società di capitali. Quanto al preteso criterio dimensionale, non è chi non veda come le s.r.l. possano gestire imprese di enormi dimensioni, trattandosi di un tipo per sua natura duttile ed idoneo ad occupare l'intera area interstiziale che corre dalle piccole società personali alle grandi s.p.a. Ove mai ce ne fosse bisogno, notiamo come, senza pregiudizio per l'entità dell'attività

²⁸⁶ SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Riv. Not., 2003, 893. Autrice che pare quindi aver implicitamente riconsiderato quanto in precedenza sostenuto (EAD., *Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione*, Riv. dir. comm., 1992, 1049: "La fusione di società dovrà considerarsi giuridicamente inesistente quando non ne sussista la causa: la quale va a mio avviso individuata nella perfetta compenetrazione (salvi i casi di recesso [...]) di due o più gruppi sociali e nella continuazione quindi dei rapporti di partecipazione - eventualmente modificati - in un organismo più ampio."

²⁸⁷ SCOGNAMIGLIO, *Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione*, Riv. dir. comm., 1992, 1050. La quale ivi giungeva addirittura alla conclusione della invalidità di un'attribuzione generalizzata di conguaglio in denaro che non fosse quello fissato a compensazione di eventuali resti frazionari (*Spitzenausgleich*) partendo dalla "premessa della essenzialità [...] della prosecuzione dei (di tutti i) rapporti di partecipazione sociale, ai fini di identificazione della fattispecie" e dunque negli stretti limiti del 10% fissati dalla direttiva fusioni. Sostenendo che il giudice dell'omologa avrebbe dovuto rifiutarla e, ove comunque la clausola avesse superato il vaglio predetto, essa avrebbe dovuto ritenersi inefficace.

economica esercitata, ma anzi a dimostrazione che essa possa risultare la più varia, il legislatore assoggetta ai medesimi controlli da parte di un preposto organo di vigilanza le s.r.l. che raggiungano determinati confini dimensionali o reddituali.

Dunque la motivazione è da ricercare sicuramente in una prescrizione di carattere formale: il divieto ricorre nella direttiva societaria. Ed è a sua volta un principio recettiziamente recepito dal diritto tedesco.

Dal punto di vista sostanziale probabilmente la *ratio* è da ricercare in un'esigenza di instaurare un controllo imperativo di natura preventiva ad evitare che la fusione possa essere piegata alla finalità distorta di estromettere le minoranze sgradite. Rientra dunque nel più vasto arsenale di rimedi a tutela delle minoranze azionarie.

E' da domandarsi a questo punto se il disinteressamento possa anche essere totale, vale a dire se possa riguardare tutti i soci di una delle società fondende. Secondo Santagata²⁸⁸, il disinteressamento totale non sarebbe possibile, perché verrebbe meno quella continuità di rapporti in cui egli riscontra il tratto essenziale della fusione.

Se l'intero patrimonio deve essere destinato al rimborso, opina tale dottrina, non si vedrebbe in che cosa si verifichi l'effetto successorio della fusione (ma l'obiezione è replicabile per la scissione).

Ora, si osservi che il subentro, sul piano dei rapporti pendenti in capo alle società preesistenti, vi sarebbe comunque. Altro è la stima del controvalore delle partecipazioni al fine di disinteressare i soci, altro sarebbe imporre in vista di ciò la disintegrazione dei rapporti in corso facenti capo alla società. Ciò detto, come si è avuto modo di mettere a fuoco sin dal primo capitolo, la successione pare un effetto, che può derivare e normalmente deriva dalla fusione, ma si è visto come essa sia una dizione ellittica, valida ad inquadrare il fenomeno a fini descrittivi. Non è affatto necessario assumere tale effetto successorio, in altri termini, a postulato della fusione, il che varrebbe a sconfessare i risultati a cui è felicemente approdata la dottrina in tema di natura giuridica della fusione negli ultimi decenni.

288 SANTAGATA, *Le fusioni*, Tratt. Colombo - Portale, cit., *passim*.

Infine, si consideri il caso, invero più teorico che pratico, della *Keinmanngesellschaft*, cui non poteva pensare Santagata²⁸⁹ e che pure, oggi, nelle società chiuse, è almeno concettualmente ammissibile. Si intende che, essendo possibile nelle società chiuse procedere ad un acquisto di azioni proprie in misura anche superiore al decimo del capitale sociale, in costanza di riserve disponibili all'uopo, una società potrebbe procedere all'acquisto di tutte le proprie azioni in circolazione, e vivere in tale stato almeno sino alla scadenza delle cariche sociali, in cui non potrebbe darsi il voto, a meno di ipotizzare una vendita di un pacchetto azionario minimo funzionale alle operazioni di voto, con successivo riacquisto dello stesso dopo espletate le votazioni. Vero è che tale evenienza sarà di verifica sommente improbabile, atteso che le ultime azioni in circolazione avrebbero un valore enorme, tendenzialmente pari a quello dell'intero patrimonio sociale, perché acquistando le stesse, poche azioni residue, si verrebbe a controllare totalmente la società. Laonde, difficilmente la società disporrà delle risorse per acquistarle a prezzo corrente. Ma concettualmente ciò è possibile. Ciò posto, non vi è ostacolo ad ammettere il disinteressamento totale di una e financo di tutte le compagini sociali.

La verità è che coglie nel segno quella autorevole dottrina, allo stato minoritaria, che ha sostenuto l'ammissibilità di un disinteressamento siffatto, facendosi carico della rimozione di un grave ostacolo: la tutela dei terzi creditori. Mentre, infatti, prima della riforma del diritto societario avrebbe potuto addursi l'inconveniente che tale apporzionamento sarebbe contravvenuto al divieto di ripartire l'attivo tra i soci senza passare per la fase di liquidazione, oggi ciò è ammesso in generale per tutte le società.

Da un lato infatti si è sostituito al divieto di ripartire acconti in fase liquidativa, senza che fossero state previamente accantonate le somme necessarie ai pagamenti, l'obbligo previsionale per i liquidatori di

²⁸⁹ Il contributo del citato autore è precedente alla modificazione normativa di cui di seguito nel testo.

valutare l'impatto sul soddisfacimento dei crediti ancora esistenti di tale ripartizione, con facoltà di provvedere a tale ripartizione se la valutazione prospettica diede esito positivo; d'altro canto proprio la facoltà di procedere alla fusione da parte di società che non solo si trovino in liquidazione, ma abbiano altresì incominciato la ripartizione dell'attivo, prova che l'unico strumento cui i creditori possano fare riferimento a tutela delle loro ragioni è l'opposizione alla fusione ex art. 2503 c.c.²⁹⁰.

4.1 Ulteriori argomentazioni militanti a favore della prospettazione di un disinteressamento del socio.

Si già discusso in precedenza della fattispecie della scissione asimmetrica, caso in cui non si conserva la qualità di socio in tutte le società risultanti dalla operazione ma uno o più soci fuoriescono da una o più società risultanti dalla scissione, come pure della scissione non proporzionale, in cui, a fronte della distribuzione non proporzionale delle assegnande partecipazioni, è assicurato al socio colpito da tale ripartizione un mero ristoro monetario.

Ma seppure l'esito è lo stesso, occorre guardarsi dall'omologarne i fattori scatenanti.

La scissione non proporzionale pare dunque confermare *per tabulas* la liceità dell'estromissione del socio da *ogni* società partecipante alla operazione straordinaria di fusione, purché lo esiga l'interesse sociale. Ma non si tratta ancora, a ben vedere, di vero e proprio disinteressamento del socio. Ciò in quanto la norma non è estrinsecazione del potere di soddisfare in natura o denaro la quota,

²⁹⁰ SANTAGATA, 2007, 321. Non pare pertanto cogliere nel segno l'obiezione di SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario, cit.*, la quale, dopo aver correttamente evidenziato che quello della continuità era uno dei tratti caratterizzanti del fenomeno (scissorio) e che la riforma lo ha abbandonato, conclude nel senso che ostativa al disinteressamento sarebbe la necessità di evitare un impoverimento patrimoniale, a detrimento dei creditori, e parla di "interesse dei creditori ad evitare una ripartizione del patrimonio sociale in assenza delle garanzie apprestate dal procedimento di liquidazione".

per come determinata all'esito della fissazione del rapporto di cambio, ma se mai *previene, surroga* l'incombenza di dover procedere ad una seconda, terza o ulteriore fissazione del rapporto di cambio definitivo, all'esito dell'esercizio del recesso da parte di uno o più soci di minoranza²⁹¹. Ciò in quanto essa è dettata dalla ragione di evitare sul piano pratico di dover procedere proprio ad un ricalcolo del rapporto di cambio, che sarebbe doveroso una volta rifiutato dal socio il rapporto di cambio improntato alla non proporzionalità.

Tale disposizione, oltre che segno tangibile dell'evoluzione in senso verticistico ed amministrativistico del procedimento di scissione, specie ove la si confronti con il diritto di veto che, proprio per le stesse ipotesi ora in esame, spettava al socio in epoca anteriore alla riforma²⁹², non può negarsi concretizzare un'elevazione al rango di espressione dell'interesse sociale, da parte del legislatore, di quello che è sicuramente un interesse della maggioranza egemone, essendo consentito deliberare tali operazioni a maggioranza, con il solo contrappeso, a tutela del socio da disinteressare almeno parzialmente, di una più o meno equa valorizzazione *dell'exit*²⁹³.

Se ciò è vero, vi sono ulteriori argomentazioni che è possibile avanzare al fine di perorare la causa di ammissibilità del disinteressamento dei soci.

Una di queste fa leva sulle azioni riscattabili. L'art. 2437-sexies c.c. ammette la creazione di una speciale categoria di azioni che abbiano quale comune denominatore l'essere assoggettate ad un diritto

291 L'(unico) rapporto di cambio determinato non proporzionalmente è destinato a questo punto a valere come una sorta di proposta al socio.

292 Al veto, vale a dire al divieto di procedere in difetto del consenso, si è sostituito il diritto di procedere previo indennizzo.

293 MORANO, *La scissione non proporzionale*, ne *Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, in www.fondazione-notariato.it: "Non può, infatti, negarsi che tale "sostituzione" di diritti si traduca, sostanzialmente, in un incremento del potere della maggioranza ed in un corrispondente ridimensionamento delle situazioni soggettive dei soci e degli strumenti di tutela della minoranza contro il pericolo di abusi da parte della maggioranza. Infatti, in caso di scissione con distribuzione non proporzionale delle partecipazioni, il socio in disaccordo è posto dinnanzi all'alternativa di uscire dalla società, monetizzando la propria partecipazione ovvero subire la distribuzione delle partecipazioni predisposta dagli amministratori (distribuzione che, tra l'altro, potrà essere stabilita con molta discrezionalità da parte degli amministratori medesimi)".

potestativo di riscatto, spettante alla società a soci o a terzi, diritto esercitabile al verificarsi di talune predeterminate condizioni. Tra tali condizioni figurerebbero appunto la fusione o la scissione della società. Queste osservazioni possono condurre a ritenere ammissibile il disinteressamento anche nelle operazioni che coinvolgano società azionarie; avvalorano la tesi che il limite al conguaglio è un precetto dettato per rispondere a problematiche differenti da quella sottesa al fenomeno del disinteressamento.

Nonostante il divieto di superamento del conguaglio di cui si è diffusamente discusso. Del resto, l'emissione di titoli azionari con le caratteristiche siffatte potrebbe avere una propria meritevolezza, tale da rendere ardua l'ipotesi di uno sconfinamento nella frode alla legge. Nel campo affine dell'emissione di prestiti obbligazionari semplici, è frequente la clausola del relativo regolamento che prevede a beneficio della società la facoltà di rimborsare anticipatamente il prestito proprio in occasione di fusione o scissione.

Del resto, a veder bene, non può revocarsi oggi in dubbio nemmeno la liceità dell'ipotesi di un venir meno, per delibera assunta con metodo maggioritario, della qualità di socio senza corresponsione di alcuna nuova partecipazione, attesa la piena legittimità di operazioni di fusione e scissione eterogenee in enti "di arrivo" essenzialmente non partecipativi quali possono essere le fondazioni.

Un risalente caso pratico concernente la fusione di una società bancaria in un istituto di diritto pubblico consente di apprezzare come gli interpreti abbiano finito per ammettere, sia pure in un ambito regolato da disposizioni di legge eccezionali, la possibilità di addivenire a fusioni eterogenee, in cui negli enti di arrivo non vi siano soci. Ove è, lo si ripeterà, negato in radice il diritto a vedere operare il concambio, ferma la tutela del recesso, a tutela del socio che veda modificato in via così significativa lo scopo sociale da lucrativo a non lucrativo, con l'aggravante che risulterà inattuabile persino il rimborso finale dei conferimenti effettuati. Il caso, balzato agli onori delle cronache nel lontano 1978, è quello di incorporazione di una

società per azioni che esercitava l'attività bancaria in un istituto di credito di diritto pubblico. L'art. 48 della Legge bancaria allora vigente contemplava proprio questa anomala prosecuzione dell'attività sociale, stante che i soci privati avrebbero visto preclusa ogni possibilità di entrare a far parte dell'istituto di diritto pubblico. Oggi queste operazioni sono considerate genericamente possibili dagli artt. 2500-octies e 2500-novies c.c. che, successivamente alla riforma delle società di capitali, ha conferito sul piano generale dignità normativa alle trasformazioni eterogenee.

In allora, la norma speciale prima richiamata si esponeva a notevoli critiche, fatte proprie dal Tribunale torinese che statuí "è nulla la deliberazione di fusione per incorporazione di una società esercente l'attività bancaria in un istituto di credito di diritto pubblico adottata senza il consenso unanime dei soci"²⁹⁴. Ma la Corte d'Appello piemontese prima e la Cassazione poi decisero diversamente: "nella società di capitali, a differenza di quanto accade nella società di persone, la posizione del socio è posizione riflessa che deriva dal contratto sociale e dalle sue modificazioni validamente adottate; allorquando il socio concorre a formare la volontà dell'ente, la sua posizione personale non compare [...] la totalità dei consensi non è più richiesta non solo per fare agire l'ente, ma neppure per farlo morire" "la legge, cioè, non assicura al singolo socio una intangibilità della sua posizione originaria; la società vive, si trasforma e muore, purché lo voglia la maggioranza"²⁹⁵.

La partecipazione alle operazioni di fusione delle società in liquidazione che abbiano cominciato la ripartizione dell'attivo.

²⁹⁴ Trib. Torino, 14 aprile 1973, *Giur. It.*, 1973, I, 2, 840.

²⁹⁵ Cass., Sez. I, 13 febbraio 1978, n. 660, *Jarach, Zoja, Galanti e Bolla c. Istituto Bancario San Paolo di Torino e Banco di Sicilia*, conferma App. Torino, 28 maggio 1974, *Giur. Comm.*, 665 ss. con nota adesiva di GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, che nota, 671: "a questo punto, però, non si scorge l'utilità di tener in piedi il feticcio di un - diritto super -, quale sarebbe quello alla conservazione della qualità di socio; è la stessa configurabilità in astratto di un diritto autonomo del socio a restare tale che va disattesa: la stessa possibilità, in altri termini, di considerare unitariamente la posizione contrattuale dell'azionista e di elevare tale posizione al rango di diritto soggettivo".

Ulteriore argomento a favore dell'ammissibilità del disinteressamento parziale o totale proviene, a ben vedere, *per tabulas* dalle disposizioni che nella fusione di società non azionarie consentono la partecipazione di società che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo (cfr. art. 2505-quater c.c.).

Ciò non significa altro che, come è stato correttamente rilevato, alcuni soci potrebbero non essere più in tutto o in parte tali, allorché si decida di avviare il procedimento di fusione.

Del resto questo non pare un'esclusiva prerogativa delle società non azionarie, sol che si pensi che per certo anche le società per azioni che si trovassero in liquidazione ed avessero già intrapreso la distribuzione dell'attivo potrebbero naturalmente revocare lo stato di liquidazione e così validamente avviare il procedimento fusorio. Viene anzi da chiedersi se la revoca espressa sia delibera assolutamente imprescindibile o possa risultare per implicito dalla delibera che approvi il progetto di fusione e che per avventura taccia sul punto²⁹⁶.

In questi casi è dubbio se possano partecipare alla decisione di fusione i soci che abbiano già ottenuto la liquidazione della loro quota. La risposta negativa pare imporsi, dal momento che non si saprebbe come giustificare l'esercizio del voto da chi più non è socio. Mentre, ove si sia provveduto a un riparto parziale, l'espressione del voto sarà in funzione dell'entità della quota rimasta, che dovrà essere determinata decurtando la quota originaria effettuando un calcolo proporzionale, cioè diminuendola dell'importo pari al valore del patrimonio rimborsato in rapporto al patrimonio complessivo, rapportato al capitale sociale.

Ultimo argomento che può prospettarsi è quello *in contrarium* della scisso-fusione: gli stessi risultati, che *in thesi* non sarebbero ottenibili

296 MORANO, *La scissione non proporzionale*, ne *Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, in www.fondazione-notariato.it. "Secondo l'opinione preferibile, la delibera di revoca non parrebbe necessaria in considerazione dello stesso obiettivo perseguito dal legislatore con l'introduzione della norma in commento, ovvero quello di rendere più snello il passaggio dalla fase liquidativa a quella di prosecuzione dell'attività. La procedura di revoca della liquidazione, appesantendo l'operazione, parrebbe porsi in aperto contrasto con tale finalità legislativa".

mediante il disinteressamento del socio, risulterebbero praticabili con una operazione più complessa articolata come ora si esporrà. Non paiono emergere seri divieti a concepire una fusione condizionata al buon fine della logicamente successiva ma cronologicamente concomitante attuazione di una scissione parziale non proporzionale asimmetrica.

Si immagini una scissione asimmetrica con la quale verrebbero assegnati *assets* corrispondenti al valore della quota del socio da disinteressare. Di poi il socio in questione, titolare di una partecipazione totalitaria nella s.r.l. emergente dalla complessa procedura, la metterebbe in liquidazione, così ottenendo il valore monetario della propria partecipazione. Le due deliberazioni, quella di fusione e quella di scissione sarebbero condizionate l'una all'altra, in modo da raggiungere la piena concomitanza effettuale: *simul stabunt, simul cadent*. Anche ove si scegliesse di percorrere questa più tortuosa via, appare chiaro come i creditori trovino sempre bastevole rimedio nel diritto di opposizione, il che prova ancora che il loro interesse da un lato non verrebbe altrimenti leso, dall'altro che la protezione dello stesso è la medesima dell'ipotesi di disinteressamento, con ciò rafforzando le conclusioni poco sopra rassegnate.

4.2 *E' possibile che il disinteressamento del socio sia deliberato a maggioranza?*

"Così pure mi pare necessario il consenso unanime dei soci delle società che si estinguono quando essi, anziché divenire soci della società incorporante o risultante dalla fusione, devono essere disinteressati, perché la spoliazione della qualità di socio non può avvenire senza il loro consenso"²⁹⁷. Così si esprimeva in epoca risalente un autorevole Autore. A questo punto è necessario intrattenersi sulle

297 FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1962, 572.

concrete modalità deliberative di una fusione che contempli il disinteressamento di uno o più soci.

Al riguardo mette conto segnalare una recente pronuncia del Tribunale meneghino²⁹⁸, in ordine alla possibilità di introdurre validamente a maggioranza in uno statuto societario clausole di *drag along*. Il tribunale si pronuncia per l'invalidità di un inserimento a maggioranza, in difetto del consenso espresso dal socio che *già si trovi* nella situazione colpita dall'inserenda²⁹⁹ clausola.

Orbene, nel caso del disinteressamento in sede di fusione si potrebbe sostenere la legittimità di un disinteressamento deciso a maggioranza soltanto ove ciò risultasse funzionale all'interesse servito, vale a dire all'interesse sociale, sempre che tale disinteressamento sia direttamente strumentale al conseguimento dell'interesse che *quella* fusione mira a perseguire e sempreché il disinteressamento sia quanto meno previsto in via generale e astratta dallo statuto, con apposita clausola all'uopo destinata, dal momento che il socio non è certo tenuto ad aspettarsi una tale, sicuramente inconsueta, modalità di esecuzione della fusione, allo stesso modo in cui non si aspetterebbe, allorché varca la soglia della società, di trovarvi clausole di co-vendita o di trascinamento.

Naturalmente, una tale previsione generale e astratta ben potrà essere

298 Trib. Milano, Sez. VIII, 22 dicembre 2014, in *Notariato*, 2015, 6, nt. di SCOTTI.

299 "E' legittima l'introduzione a maggioranza assembleare di una clausola di covendita forzata in uno statuto di una s.r.l. che obblighi i soci di minoranza, che non intendono esercitare il diritto di prelazione ad essi spettante, a cedere a terzi acquirenti la propria partecipazione agli stessi termini e condizioni cui i soci di maggioranza intendano trasferire le proprie quote. Affinché una simile clausola possa dirsi legittima sarà necessario garantire una correlativa tutela ex lege in favore del soggetto eventualmente dissenziente atta a riequilibrare il rapporto tra le parti interessate, quale la previsione di meccanismi di equa valorizzazione delle quote". V. inoltre *Sidebottom v. Kershaw, Leese & Co. Ltd.* [1920] 1 Ch 154 (CA) nel senso che l'adozione di una clausola statutaria con efficacia espropriativa della partecipazione dei soci di minoranza può essere considerata nel migliore interesse della società, ove supportata da valide ragioni imprenditoriali. Nella specie fu sancita la validità dell'introduzione a maggioranza in statuto di una clausola "*which permitted the compulsory acquisition at a fair price of the shares of any person who was a business competitor of the company*". Per contro, nel tipico caso in cui la clausola fosse stata introdotta per un'esigenza del socio di maggioranza, senza che fosse supportata da indipendenti ragioni imprenditoriali, l'inserzione della clausola è stato considerato invalida. Sic *Dafen Tin Plate Co. Ltd. v. Llanelly Steel Co.* [1920] 2 Ch 124.

surrogata dal consenso al disinteressamento del socio in concreto prestato e che, non occorrendo forme sacramentali, ben potrà desumersi dagli stessi risultati di votazione.

Né si dica che tale interesse sia di improbabile occorrenza. Se è legittima la sparizione del socio in occasione della cessione del pacchetto di quote da parte della maggioranza, come potrebbe non esserlo la sua dipartita in occasione di un'operazione di aggregazione aziendale che, in luogo del prezzo, faccia ottenere alla maggioranza sotto specie di nuove partecipazioni la migliore realizzazione dell'investimento? In questi casi sarà dunque sufficiente la deliberazione a maggioranza con il consenso, evidentemente, del socio medesimo. Pare infatti potersi estendere al caso in commento la *ratio decidendi* della pronuncia testé citata, che ha correttamente scriminato la modalità di adozione della delibera a seconda che essa sia servente ad un interesse sociale ovvero ad un interesse individuale del singolo socio (interesse alla massimizzazione del valore di realizzazione del suo pacchetto azionario). Nei casi in cui il disinteressamento costituisca elemento integrante la fusione, quale modalità alternativa di soddisfacimento del rapporto di cambio, ferma sempre l'eventualità dell'abuso di maggioranza, non vi sono ostacoli ad ammettere che la delibera possa essere assunta a maggioranza. Il disinteressamento andrà contemplato nello stesso progetto di fusione e di scissione, indicando nominativamente i soci da disinteressare.

Diversamente è a dirsi nel caso in cui sia richiesto il disinteressamento direttamente da uno o più soci, per soddisfare un interesse individuale dei medesimi, il che non potrebbe avvenire se non in sede assembleare, trattandosi di incidere *ex post* sul rapporto di cambio. Il problema va ricondotto in tal caso alla verifica dei limiti alla modificabilità del progetto di fusione in sede assembleare³⁰⁰. La verifica dovrebbe avere esito negativo, almeno tutte le volte in cui, indipendentemente da un eventuale consenso unanime dei soci di tutte

³⁰⁰ Su tale argomento si confronti SANTAGATA, *Le fusioni, cit.*, 414; LAURINI, *Progetto di fusione e flessibilità del procedimento, Notariato*, 2000, 587 ss e MAGLIULO, *La fusione delle società, cit.*, 320.

le società coinvolte nell'operazione (trattandosi comunque di una modificazione del rapporto di cambio destinato ad influire su tutti i soci), sia necessario ridurre il capitale sociale dell'incorporante/beneficiaria per disinteressare il socio. In questo e soltanto in questo caso a ben vedere i creditori anteriori al progetto di fusione o scissione vedrebbero modificate *in pejus* la garanzia patrimoniale generica che la società offre quale fatta palese al momento della pubblicazione del progetto. Ove invece il disinteressamento del socio avvenga mediante l'impiego di risorse disponibili, senza intaccare il capitale, in presenza del consenso unanime dei soci, pare possibile ammettere la dipartita del socio, con conseguente ripartizione delle partecipazioni nella società di arrivo, poiché detta modifica non impinge nell'interesse dei terzi ma unicamente sul rapporto di cambio che è, come visto, nella piena disponibilità dei soci. La società si troverebbe semplicemente a fronteggiare un debito sorto in occasione della fusione. I terzi, salvo specifici *convenants*, non possono vantare alcun diritto sulle poste non vincolate del patrimonio netto.

4.3 La portata pratica della ammissione della liceità del disinteressamento.

Utilità del disinteressamento è, riconnettendosi a quanto prima visto per la scissione, già rilevato da Notari, evitare di dover far dipendere il buon esito dell'operazione da calcoli imponderabili *ex ante*, quando ancora non si saprebbe chi sarà intenzionato a esercitare il recesso.

Se, infatti, si conduce una data operazione sino al cospetto dell'assemblea, per sentir sì deliberata la proposta di operazione straordinaria, ma con la rilevante ricaduta del recesso di un socio che, in virtù dell'entità della di lui partecipazione, costringe a reperire risorse allo stato non disponibili per la società, o che comunque nessuno dei soci è disposto ad integrare, è del tutto evidente come si

sia fatto grave dispendio di tempo e di energie, mentre ben più produttivo sarebbe stato procedere previamente ad una negoziazione sul punto, che, *in thesi*, avrebbe permesso di fissare sin dal progetto di fusione le poste (e la relativa provenienza) con cui far fronte ad un exit concordato, non estemporaneamente patito.

Ponendo l'obbligo di acquisto a carico di soggetti terzi o, come nel caso del disinteressamento, predeterminando l'assetto della compagine destinata a perdurare all'esito dell'operazione, si eviterebbe il prospettarsi di problematiche di difficile soluzione.

Per la scissione può sembrare meno urgente la legittimazione della pratica del disinteressamento, stante proprio la facoltà di far acquistare le partecipazioni dei soci non assenzienti. Ma la definitiva ammissione della tecnica soddisfattiva in commento avrebbe comunque il senso di evitare la prospettazione di un conflitto fittizio.

Possiamo chiederci se oltre a tale citate utilità, ve ne siano di ulteriori, in termini di analisi economica del diritto. Come è stato notato, alla impostazione di matrice paretiana per cui lo stato iniziale sarebbe modificabile solo a condizione che la redditività risulti incrementata e la posizione di ogni singolo socio non risulti pregiudicata, esito cui conducono le opinioni sopra citate che pongono su piano paratattico l'interesse sociale alla massimizzazione della redditività e l'interesse dei singoli soci a vedere salvaguardata ogni loro singola posizione soggettiva, può sostituirsi³⁰¹ il paradigma delle *permissible non-Pareto moves* da parte della maggioranza, ovvero di *Pareto-moves* con compensazione a livello di *liability rule*³⁰².

301 Tali opinioni paiono troppo restrittive a VICARI, op. cit., p. 43, che cita, in prospettiva di un loro superamento, l'art. 2506-bis comma 4 c.c. e 2441 comma 4 su cui v. NOTARI, *Appunti sul diritto d'opzione nella riforma delle società*, Riv. Not., 2002, 840 ss. : nel senso che traspare dalla riforma un chiaro intento di ampliare la possibilità di esclusione del diritto di opzione, nell'ottica di attribuire il massimo risalto alla tutela della posizione patrimoniale del socio, come tendenza legislativa, a discapito di una rilevanza dell'interesse amministrativo e cioè possibilità di mantenere la caratura in termini percentuali di esercizio dei diritti e poteri di natura amministrativa.

302 VICARI, op. cit., 50 nt. 100. Ammette il pregiudizio al diritto del socio inferito dalla maggioranza dei soci deliberanti nell'assemblea generale e maggioranza deliberante nelle assemblee speciali MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960, 228 ss.: "una volta intesa come pregiudizio la lesione di quello che è

Ciò vale a sostenere che, al paradigma classico secondo il quale non potrebbe consentirsi di rompere una situazione di equilibrio, salvo che sia fornita la previa dimostrazione che ciò condurrebbe ad un nuovo punto di equilibrio, posto ad un livello economicamente più elevato, con conseguente miglioramento delle posizioni di tutti gli attori dell'operazione, potrebbe essere sostituito un diverso paradigma, tale per cui il miglioramento di ciascuna posizione non risulti condizione imprescindibile, validante il cambiamento. In quest'ottica l'innovazione viene consentita purché conduca nel complesso alla produzione di *benefici maggiori* rispetto ai danni provocati. Danni che, a loro volta, saranno suscettibili di ristoro mediante compensazione monetaria, a ciò impiegandosi parte dei vantaggi attesi dall'operazione. E' evidente che tale teorica non può non confrontarsi con la tematica dei costi transattivi, che ben potrebbero annullare i potenziali vantaggi prodotti dall'innovazione. Ma nel caso in esame, almeno ogniqualvolta il disinteressamento abbia a fondarsi su un consenso esplicito o implicito in tal senso da parte del socio da disinteressare, possono essere trascurati i costi transattivi ed apprezzata la creazione di valore che tale *non-Pareto move* giunge a realizzare.

Quale sia il senso della ammissione della soddisfazione in denaro del rapporto di cambio, offrire una tutela sul piano pattizio se le parti coinvolte, società e socio, la ritengano conveniente; ciò, per un verso, data la riduzione della tempistica occorrente per il procedimento di recesso; per altro verso, per dar modo di consentire, differentemente dal recesso, una piena valorizzazione della partecipazione, essendo che il socio otterrebbe non già il valore della propria partecipazione nella società preesistente, bensì una conversione monetaria di quello

un diritto tipico della categoria" e "una volta accertato che questo diritto spetta non all'azionista singolo ma agli azionisti di categoria nel loro insieme, deliberanti a maggioranza, nessun problema può seriamente porsi che non sia quello dei limiti ai poteri della maggioranza". Se la maggioranza approva una lesione al diritto di categoria, tanto sarà sufficiente. Le assemblee speciali esistono non per proteggere gli azionisti di categoria, ma per garantire libertà di movimento alla società, che non è così costretta a inseguire il consenso del singolo socio.

che è il rapporto di cambio già fissato. Dunque il socio parteciperebbe, sia pure in via indiretta, all'operazione straordinaria. Ciò, più chiaramente, varrebbe ad offrire una terza via di partecipazione al fenomeno riaggregativo, intermedia tra gli estremi della prosecuzione del rapporto e il recesso e tra i quali, secondo la dottrina tradizionale, *tertium non datur*. Darebbe modo di partecipare, almeno parzialmente e sia pure per equivalente, darebbe modo di monetizzare, lo si ripete, il vantaggio economico che scaturisca dalla fusione come fenomeno aggregativo.

Ma potrebbe anche offrirsi al socio una posizione peggiorativa rispetto all'attuale controvalore economico della partecipazione? Ciò pare da escludersi non tanto perché sostanzialmente violerebbe la valorizzazione del recesso in casi fissati da norme imperative (2473 c.c.), quanto perché andrebbe a collidere col divieto di fissazione di rapporti di cambio differenziati per i singoli soci, che si è visto essere un caposaldo della fusione, impingendo nel principio di parità di trattamento dei soci. Una delibera siffatta sarebbe a buon diritto tacciata di abuso da parte della maggioranza.

Naturalmente è sempre possibile una cessione di quote, in tal caso il prezzo del disinteressamento sarebbe liberamente negoziabile, ma ciò porrebbe evidentemente al di fuori dalla fusione o dalla scissione.

Accennando al recesso, vien fatto di notare che vi sono dei casi in cui il recesso, astrattamente possibile, sarà impedito tecnicamente per la finalità o lo stato della procedura riaggregativa. Si faccia il caso di una fusione tra società che versano in situazione di liquidazione. Ebbene, laddove la fusione sia volta a superare la fase liquidativa, non pare inammissibile il disinteressamento; diversamente sarà a dirsi ogni qual volta la fusione abbia essa stessa delle finalità liquidative, i.e. la conduzione in modo più proficuo dell'attività di liquidazione. In questi casi sarà proprio tale finalità a non già impedire, quanto comprimere momentaneamente il disinteressamento, sì come comprimerebbe lo stesso recesso, prima che siano soddisfatte le pretese dei creditori. Dunque il disinteressamento o il recesso

potranno sì aver luogo, ma risulteranno in concreto congelati sino all'avvenuto soddisfacimento delle pretese creditorie.

L'utilità della ammissione di un disinteressamento varrebbe in definitiva a migliorare la posizione dei soci nella fusione e nella scissione e ciò specialmente nelle società azionarie, in cui il recesso risulta, di *default rule*, precluso.

Si è già visto come la tematica della limitazione del conguaglio sia altro dal problema della ammissibilità del disinteressamento, dunque non vi è ragione di negare che il disinteressamento, ove ammesso, possa essere praticato anche nelle società di tipo azionario.

Con questo strumento potrebbe realizzarsi un nuovo equilibrio a un punto più elevato e quindi migliorativo della situazione trattata cui ci si rassegna³⁰³.

4.4 Un'indiretta conferma. Alcune disposizioni di carattere tributario.

303 MORANO, *La scissione non proporzionale, ne Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, in www.fondazione-notariato.it. "Con riferimento al *diritto di recesso*, l'art. 2473 c.c. prevede espressamente tra le cause legali di recesso del socio di società a responsabilità limitata, non derogabili dall'autonomia privata, il compimento di un'operazione di «fusione o scissione». L'art. 2502 c.c. (applicabile alla scissione per il rinvio operato dall'ultimo comma dell'art. 2506-ter c.c.) riconosce, altresì, tale diritto in capo ai soci di società di persone che non abbiano consentito all'operazione. Una disposizione analoga manca, invece, nella disciplina della società per azioni: infatti, il nuovo testo dell'art. 2437 c.c., dettato per il recesso nelle S.p.A., non ha considerato tra le cause di recesso le ipotesi di fusione e scissione della società. In conseguenza di quanto sopra, qualora la scissa sia una società di persone o una società a responsabilità limitata, ai soci della società scindenda, che non abbiano consentito alla scissione, compete "*in ogni caso*" il diritto di recesso. Invece, qualora tale operazione sia posta in essere da una S.p.A., il diritto di recesso spetterà solo in caso di scissione c.d. "eterogenea", ovvero quando la scissione conduca ad un risultato finale corrispondente ad una delle ipotesi legali di recesso previste dall'art. 2437 c.c., trovando in tal caso applicazione le norme dettate per la trasformazione. Ora la differenza di disciplina tra le S.p.A. e le altre società (salvo che sia da ascrivere ad un difetto di coordinamento) potrebbe essere dettata dall'intento del legislatore di sottrarre, a minoranze riottose, strumenti che possano impedire il compimento di operazioni ritenute strategiche dalla maggioranza. In altri termini, la *ratio* della scelta operata dal legislatore della riforma, potrebbe consistere nella decisione di tutelare l'interesse imprenditoriale alla conclusione del procedimento di scissione societaria. In conclusione sul punto, il socio di S.p.A., che sia in disaccordo sull'operazione, (i) in caso di scissione proporzionale, non potrà che subirla, mentre (ii) in caso di scissione non proporzionale, potrà avvalersi del diritto di cui all'art. 2506-bis, comma 4, c.c".

La plausibilità delle conclusioni suggerite si apprezza anche sotto il profilo tributario. Il fatto che siano assegnabili *assets* in luogo di partecipazioni è già contemplato dal legislatore fiscale, che lo assume a substrato fattuale di una precisa disposizione tributaria. In linea di principio, anche dal punto di vista tributario si apprezza la fusione come operazione neutrale, nel senso di non idonea a lasciar emergere materia imponibile. L'art. 172 comma 3 T.U.I.R. fissa la regola secondo cui "Il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo né distribuzione di plusvalenze o di minusvalenze né conseguimento di ricavi per i soci della società incorporata o fusa" purché il valore *dei beni* o delle quote assegnate per effetto dell'operazione straordinaria non ecceda il valore fiscalmente riconosciuto della partecipazione. Così deve completarsi la disposizione tributaria per effetto del richiamo dell'art. 172 cit. alla norma di cui all'art. 47, comma 7 T.U.I.R., secondo cui "le somme o il valore normale dei beni ricevuti dai soci [...] costituiscono utile per la parte che eccede il prezzo pagato per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni o quote annullate". I risvolti fiscali di queste vicende societarie ammontano alla (almeno potenziale) emersione di materia imponibile ogni qual volta il valore delle partecipazioni concambiate, o delle somme o degli altri beni comunque attribuiti, travalichi il valore fiscalmente riconosciuto della partecipazione del socio. Ciò risulta interessante a riprova della perfetta liceità, almeno nell'ottica del legislatore fiscale, di un'operazione straordinaria che si realizzi mediante corresponsione ai soci di utilità diverse dalle partecipazioni sociali. La neutralità della fusione non è insomma un ineludibile destino, neanche per il fisco³⁰⁴.

5 Estensibilità alla scissione degli esiti raggiunti.

³⁰⁴ Le osservazioni qui proposte possono ripetersi per la scissione, per la quale v. art. 173, comma 3 T.U.I.R.

Ci si può ora domandare se ai medesimi esiti, di liceità del disinteressamento a maggioranza con il consenso dei soci da disinteressare, raggiunti in sede di fusione si possa giungere anche in ambito scissorio. Un argomento preclusivo al riguardo potrebbe trarsi dalla supposta maggiore pericolosità della operazione di scissione rispetto alla fusione. E' questa la posizione di un autore, secondo cui, dal momento che la scissione comporta una disgregazione patrimoniale, sarebbe consustanziale ad essa una maggiore pericolosità, rinvenientesi nel fatto che occorrerebbe avere contezza degli *assets* "perduti", facenti capo alla disgregata società, che si assegnano, mentre eguale pericolosità non si riscontrerebbe nella fusione in cui la risultante patrimoniale della società che permanga all'esito dell'operazione non può che esser data dalla somma di tali elementi patrimoniali³⁰⁵. Per questi motivi non potrebbero partecipare alla scissione delle società che abbiano già cominciato la distribuzione dell'attivo di liquidazione, come pure non potrebbero esser dati conguagli in misura superiore al 10%.

Non condivisibile sul punto pare pure l'opinione di Magliulo, che inscena un vero e proprio paralogismo: "se considerassimo soltanto tali effetti aggregativi, dovremmo concludere che in tali ipotesi nulla potrebbe impedire l'applicazione diretta, per quanto qui interessa, dell'art. 2505-quater" "Tuttavia le scissioni "aggregative" producono di regola, accanto agli effetti concentrativi propri della fusione, anche effetti propriamente divisorii, tipici ed esclusivi della scissione". Se ne deve dedurre che, in tanto sarebbe possibile estendere in parte qua l'art. 2505-quater c.c. alla scissione, in quanto si possa dimostrare che il divieto di partecipazione all'operazione di società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell'attivo sia posto dal legislatore prevalentemente in ragione dell'effetto aggregativo che anche la scissione può talvolta produrre". Si tratta di una fallacia argomentativa: l'autore crea (e poi risolve) un conflitto che non esiste, inscena vale a dire una contrapposizione che non è posta in alcun

305 SANTANGELO, *La scissione nella riforma*, 544 ss.

modo dal legislatore. Non è dimostrato né è dimostrabile che la deroga sia posta in funzione degli effetti aggregativi.

La miglior riprova è che, come lo stesso autore è costretto ad ammettere, a ritenere come egli crede, non si comprenderebbe perché le fusioni tra società non soggiacciono al medesimo trattamento³⁰⁶. Inoltre l'autore in questione esclude la sussistenza dell'*eadem ratio* che legittimerebbe un'applicazione analogica della norma alle scissioni, sull'argomento della pretesa eccezionalità della norma. Il che, per quanto detto sopra, pare da rifiutare.

Il richiamo esclusivo alla tipologia di effetti pare non supportato dal testo normativo. L'unico elemento difficilmente discutibile risiede nel trovarsi dinanzi a vicende di rapporti che coinvolgono società non azionarie. Esse possono comportare effetti del tutto analoghi alle fusioni. In tali casi l'applicabilità sarà dunque diretta. Infatti la pretesa eccezionalità della scissione deve trovare all'interno della disciplina sua propria l'antidoto opportuno, non in un preteso divieto di cui il codice non reca menzione.

Ora, non è chi non veda come l'antidoto succitato risieda nell'imposizione della responsabilità solidale sussidiaria nei limiti dell'attivo netto ricevuto da parte di ciascuna società partecipante alla scissione³⁰⁷.

Veniamo al limite del conguaglio in denaro. Gli artt. 30 della terza direttiva e 24 della sesta, rispettivamente riguardanti la fusione e la

306 "Semmai deve rilevarsi che non si comprende come mai il legislatore abbia ritenuto di considerare non rilevante siffatto rischio nella fusione cui partecipino società azionarie, mentre abbia continuato a considerarlo rilevante nella scissione di dette società." Così MAGLIULO, *La scissione di società*, cit., 954.

307 Conforme all'opinione difesa nel testo e dunque favorevole all'estensione alla scissione delle norme semplificatrici dettate per la fusione è PICCIAU, *op. cit.*, loc. ult. cit., V. nota 29. e v. anche: CNN, *Quesito n. 192-2007/I, Scissione parziale non proporzionale cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni e applicabilità dell'art. 2505-quater c.c.*, est. Ruotolo; e in giurisprudenza, stando all'unico precedente edito sul punto, Trib. Vicenza, 15 giugno 2007, per il quale "L'art. 2505-quater c.c. si applica anche alle scissioni in quanto è norma che stabilisce in via generale l'abbreviazione dei termini previsti sia per la fusione sia per la scissione, in forza del richiamo fatto dall'art. 2506-ter c.c. all'art. 2503 c.c. e indirettamente, quindi, anche all'art. 2505-quater c.c., che fa riferimento all'art. 2503 c.c.". Del pari cautamente favorevole in punto applicabilità del termine per l'opposizione dei creditori CNN, *Scissione e termine per l'opposizione dei creditori, Quesito 113-2006/I*, est. Paolini.

scissione, esentano i legislatori nazionali dal rispetto del suddetto limite per le società non azionarie. Tanto in campo fusorio quanto in campo scissorio.

Oggi, l'art. 2506 comma 2 c.c. prima parte limita il conguaglio anche per la scissione, al 10% del valore delle quote o delle azioni assegnate, mentre anteriormente alla riforma delle società di capitali mancava la previsione del limite e pertanto era discusso se si applicasse o meno (2504-octies c.c.). Secondo alcuni il limite era comunque operativo, mentre altri ritenevano non operasse³⁰⁸.

Non va dimenticato il pregevole contributo di chi invitava a considerare che, ogni qual volta la scissione comporti effetti di tipo aggregativo sussumibili nel paradigma fusorio, le semplificazioni dell'art. 2505-quater potrebbero attingersi anche per la scissione³⁰⁹. Ciò detto, va registrato che, anche in questo caso, Magliulo elegga a marcatore l'effetto aggregativo, quale tratto discriminante, se presente esso solo, per sancire l'applicabilità o meno della disciplina semplificata, concludendo che nella scissione è (evidentemente) pur sempre presente un effetto divisorio e che quindi la semplificazione non può essere applicata³¹⁰.

Quindi il legislatore avrebbe scelto consapevolmente di non fruire dei margini di semplificazione che la direttiva gli accordava.

Ancora una volta ci sentiamo di condividere l'opposto rilievo che questa norma "deve necessariamente applicarsi" alla scissione "poiché

308 RORDORF, *La nuova disciplina della fusione e della scissione di società*, *Le società*, 1991, 407 ss., 410; OPPO, *Fusione*, 508; SALAFIA, *La scissione di società*, AA. VV., *Le scissioni di società*, Milano, 1992, 3 ss.; NIGRO, *Ripartizione*, p. 12 ss. Ritenevano che il limite non operasse: CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione di società*, Milano, 1992, 105 ss.; BELVISO, *La fattispecie*, 65; LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999, 292 nt. 170; MORANO, *Prime*, 1313.

309 SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, 446, nt. 72: "Al mancato richiamo potrebbe ovviarsi, affermando l'applicabilità della norma per lo meno alle scissioni mediante incorporazioni in società preesistenti, per la difficoltà di giustificare discriminazioni di trattamento tra fattispecie che appaiono solo quantitativamente diverse (e cioè tra la fattispecie della fusione "totale" e quella della fusione "parziale" o, come dicono i francesi, "fusione scissione").

310 E ciò pur notando non senza imbarazzo che "I rischi derivanti dalla sussistenza del conguaglio sembrano essere infatti analoghi nella fusione come nella scissione ed in relazione sia agli effetti aggregativi che agli effetti divisorii". MAGLIULO, *La scissione*, cit., 956.

non integra una disposizione autonoma ma una modalità di applicazione degli articoli richiamati"³¹¹. Infatti, sostenere che a cagione della maggior pericolosità insita nella scissione occorra contrastare il rischio in qualche modo endemico che la "scissione" si presti "più della fusione alla possibilità della previsione di un conguaglio che non sia giustificato dalla necessità di evitare il fenomeno dei resti" rasenta il non-senso, se è vero che la maggioranza può optare per una assetto delle partecipazioni non proporzionale nelle società risultanti dalla scissione e il socio non ha altro strumento di reazione che il diritto di far acquistare la propria partecipazione per un corrispettivo determinato alla stregua dei criteri previsti in tema di recesso (v. retro).

In conclusione, atteso che una posizione negativa sulla base della necessità di tutelare i creditori sociali dal depauperamento patrimoniale si scontra con l'obiezione che la scissione ha già in sé da un lato un effetto disgregativo patrimoniale e dall'altro un bastevole antidoto a tale effetto, incentrato sulla responsabilità solidale delle società partecipanti alla scissione; atteso che non avrebbe particolare pregio una posizione negativa basata sulla mancanza di omogeneità di effetti, sul punto specifico, tra fusione e scissione, posto che il disinteressamento produrrebbe i medesimi effetti. Atteso che risulta *per tabulas* l'esistenza di operazioni di scissione che già contemplan

311 COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE. *Orientamenti societari*, massima L.A.8 - (RIDUZIONE DEI TERMINI NELLE SCISSIONI IN CUI NON PARTECIPANO SPA, SAPA O COOP. PER AZIONI) "Nel caso in cui ad una scissione non partecipano s.p.a., s.a.p.a. o cooperative per azioni i termini di cui agli artt. 2501 ter, comma 4, 2501 septies, comma 1, e 2503, comma 1, c.c. (direttamente applicati alla scissione per effetto del richiamo contenuto negli artt. 2506 bis, comma 5, e 2506 ter, comma 5, c.c.) sono ridotti alla metà per effetto del disposto dell'art. 2505 quater c.c. Detto ultimo articolo, infatti, pur non essendo espressamente richiamato in materia di scissione, deve necessariamente applicarsi alla stessa poiché non integra una disposizione autonoma ma una modalità di applicazione degli articoli richiamati". Il mancato richiamo alle fusioni da parte della norma di rinvio in sede di scissione, onde non è testualmente prevista l'esenzione dall'osservanza del limite del 10% del valore delle quote assegnate in fatto di scissione è vista come priva di reale giustificazione pure da chi a tal proposito ha parlato, per il caso di trasgressione, di un'azione di indebito arricchimento nei confronti di chi risulti avvantaggiato dal conguaglio e di un'azione di risarcimento danni contro la società. Così RESCIO, *op. cit.*, 197, nt. 126.

disinteressamento forzoso del socio (la scissione non proporzionale), pare condivisibile la posizione affermativa espressa da Picciau³¹² nel senso dell'estensione in blocco delle semplificazioni dettate *sede materiae* per la fusione anche alla scissione e, con specifico riguardo al problema del disinteressamento, l'estensione dei medesimi esiti raggiunti in tema di fusione alla scissione. Del resto, a chi lamenti una presunta difficoltà di addivenire alla determinazione in denaro del valore delle quote da disinteressare, è agevole replicare che tale aleatorietà già la si sconta nel normale processo di valutazione dei patrimoni aziendali in vista della fissazione del concambio.

6 Conclusioni.

In conclusione, se si accoglie l'ordine di idee qui difeso, che la problematica del concambio non tocca in alcun modo la posizione di terzi, e delle ragioni che supportano le limitazioni normative al conguaglio, che altro non è se non una variabile dipendente del primo, vertendosi in materia d'esclusivo appannaggio dei soci delle società coinvolte, il disinteressamento parziale o totale sarà da ammettersi, sia alla stregua di una lettura doverosamente restrittiva dei limiti imposti all'autonomia statutaria, sia alla stregua di un'adeguata ponderazione delle profonde analogie che si sono riscontrate con altre fattispecie legalmente previste di compromissione del diritto al rango del socio.

312 PICCIAU, *La scissione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, reperibile in www.fondazione-notariato.it: "Tenuto conto di tutto ciò, allora, pur con le cautele derivanti dal mancato richiamo dell'art. 2505-*quater* c.c., l'articolo può comunque ritenersi applicabile alla scissione".

BIBLIOGRAFIA

- AFFERNI, *La nuova disciplina delle fusioni e delle scissioni di società*, *Corr. Giur.*, 1992, 402 ss.
- AGOSTINI - NOTARI (a cura di), *Raccolta sistematica delle massime ufficiose del tribunale di milano in tema di omologazione di atti societari*.
- ALLEN-JACOBS-STRINE, *Function over form: a reassessment of standards of review in Delaware corporation law*, in 26 *Del. j. corp. l.* 859 (2001).
- AMADUZZI, *La fusione delle imprese*, Roma, Casa editrice della Rivista Italiana di Ragioneria, 1926.
- ANGELICI, *La riforma delle società di capitali*, Padova, 2006.
- ANGELICI, *Parità di trattamento degli azionisti*, *Riv. dir. Comm.*, 1987, 1 ss.
- ASCARELLI, *In margine alla tutela delle minoranze nelle società per azioni*, in Id., *Studi in tema di società*, Milano, 1952.
- ASQUINI, *Le azioni privilegiate a voto limitato*, *Riv. Soc.*, 1961, 929 ss.
- ATLANTE, *La fusione semplificata*, *Riv. Not.*, 2007, 637 ss.
- BALOTTI - FINKELSTEIN, *The Delaware Law of Corporations and Business Organizations*, § 9.29 (2002 Supp.).
- BATTISTI, *Note critiche sulla derogabilità della relazione degli esperti ex art. 2501-quinquies c.c.*, *Giur. Comm.*, 2001, 424 ss.
- BEBCHUK-KAHAN, *Fairness opinions: how fair are they and what can be done about it?*, 27 *Duke l. j.* 27 (1989).
- BELVISO, *La fattispecie della scissione*, *Giur. comm.*, 1993, I, 525 ss.
- BERGAMASCHI, *Sulla congruità del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche*, *Riv. dott. Comm.*, 2012, 295 ss.
- BIANCHI, *Appunti su sindacato giudiziario e valutazioni d'azienda*, *Giur. Comm.*, 2011, 179 ss.
- BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002.
- BINI, *Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda a fini legali*, *Le Società*, 2015, 1270 ss.
- BIONE, *Le azioni*, in Colombo-Portale (diretto da), *Trattato delle società per azioni*, Torino, 1991, 2*.

BLOCK, *Das angemessene Umtauschverhaeltnis im Verschmelzungsrecht*, Frankfurt am Mein, 2011.

BRAVO, *Limiti del sindacato giurisdizionale sulla determinazione del rapporto di cambio*, Società, 2002, 888 ss.

BRODASCA, in *Commento sub artt. 2505, 2505-bis e 2505-quater*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006.

BRUNETTI, *Trattato del diritto delle società, II, Società per azioni*, Milano, 1948.

BUONOCORE, *Le situazioni soggettive dell'azionista*, Napoli, 1960.

BUSANI - FEDI, *La relazione di stima nella scissione*, Le Società, 2015, 5 ss.

BUTTARO, *Considerazioni sulla riforma della disciplina delle fusioni*, Riv. Soc., 1993, 570 ss.

CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 2501-quinquies e 2501-sexies*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006.

CAGNASSO-IRRERA, voce "*Fusione e trasformazione delle società*", *Digesto disc. priv. sez. comm.*, 6, Torino, 1991, 309 ss.

CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, Torino, 2010.

CAMPOBASSO, *La riforma delle società di capitali e delle cooperative*, Torino, 2003.

CARATAZZOLO, *Gli IAS/IFRS e la rappresentazione contabile delle operazioni straordinarie*, Le Società, 2007, 796 ss.

CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici e tributari*, Milano, 1996.

CARATOZZOLO, *I criteri di formazione del primo bilancio successivo alle fusioni e alle scissioni*, Società, 2004, 1343 ss.

CARBONETTI, *Assistenza finanziaria per l'acquisto o sottoscrizione di azioni proprie*, in *D'Alessandro (diretto da) Comm. romano al nuovo diritto delle società, II, 1*, Padova, 2010.

CARNEY, *Mergers and acquisitions. Cases and materials*, New York, 2000.

CARUCCI, VILLANI, ZANARDI, *Valutatori, cinque tipi di attività*, ne *Il sole 24 ore* del 28 ottobre 2015.

CASSOTTANA, *Azione risarcitoria per errata determinazione del rapporto di cambio*, nt. a Trib. Genova, 21 dicembre 2000, *Società*, 2001, 448.

CASSOTTANA, *L'abuso di potere a danno della minoranza assembleare*, Milano, 1991.

CASSOTTANA-NUZZO, *Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006.

CERRAI-MAZZONI, *La tutela del socio e delle minoranze*, *Riv. Soc.*, 1993, 1 ss.

CIAN, TRABUCCHI, *Commentario breve al Codice Civile, sub art. 2391-bis*, Padova, 2014.

CIVERRA, *Società di capitali e posizione del socio*, Milano, 2010.

COLOMBO, *Fusioni, acquisizioni e scorpori. Economia delle concentrazioni aziendali*, Milano, Egea, 1992.

COLOMBO, *I principi in tema di redazione del bilancio*, ne *Il nuovo diritto delle società*, Liber Amicorum Gian Franco Campobasso, Milano, 2007.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Orientamenti societari.*, massima L.D.1- (ESSENZIALITÀ DELLA SUSSISTENZA FORMALE DI UN RAPPORTO DI CAMBIO CONGRUO E DEROGHE AI PROCEDIMENTI DI FUSIONE O SCISSIONE - 1° pubbl. 9/08), massima L.A.15 - (APPLICABILITÀ DELLE NORME DETTATE IN MATERIA DI TRASFERIMENTO DI IMMOBILI ALLE FUSIONI O SCISSIONI DI SOCIETÀ), massima L.A.30 - (IMPOSSIBILITÀ DI ATTUARE UNA FUSIONE PROPRIA, O UNA SCISSIONE CON BENEFICIARIA DI NUOVA COSTITUZIONE, PREVEDENDO L'INGRESSO DI NUOVI SOCI IN SEDE DI COSTITUZIONE DELLA NUOVA SOCIETÀ - 1° pubbl. 9/08), massima L.A.4 - (SUSSISTENZA DEI REQUISITI PER LE FUSIONI SEMPLIFICATE), massima L.A.8 - (RIDUZIONE DEI TERMINI NELLE SCISSIONI IN CUI NON PARTECIPANO SPA, SAPA O COOP. PER AZIONI), massima L.E. 2 - (SCISSIONE NON PROPORZIONALE E SCISSIONE ASIMMETRICA).

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Le parti correlate e le indicazioni del Principio Contabile Ias 24. Strumenti di controllo e metodologie applicative*, 2015.

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Quesito n. 192-2007/I, Scissione parziale non proporzionale cui non partecipano società con capitale rappresentato da azioni e applicabilità dell'art. 2505-quater c.c.*

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Scissione e termine per l'opposizione dei creditori, Quesito 113-2006/I, est. Paolini.*

CONSIGLIO NOTARILE DI MILANO, MASSIME COMMISSIONE SOCIETÀ, (Massima n. 24) *Applicabilità degli artt. 2505 secondo comma e 2505 bis secondo comma c.c. anche nel caso in cui il possesso del capitale della incorporanda intervenga nel corso del procedimento*, (Massima n. 58) *Incorporazione di società possedute almeno al novanta per cento (art. 2505 bis c.c.)*.

COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO, MONTALENTI, *Il nuovo diritto societario*, Bologna, 2004.

COX, *Mergers and Acquisitions: Equal Treatment for Shareholders: an Essay*, in 19 *Cardozo L. Rev.*, 1997.

CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione delle società*, Milano, 1992.

D'ALESSANDRO, *Il diritto delle società da i "battelli del Reno" alle "navi vichinghe"*, *Foro it.*, 1988, 48 ss.

D'ALESSANDRO, *La scissione delle società*, *Riv. Not.*, 1990, 880 ss.

D'ALESSANDRO, *Rapporti di scambio tra una società ed i suoi azionisti e divieto di assistenza finanziaria per l'acquisto delle proprie azioni*, *Contr. Impr.*, 1993, 1018 ss.

DE SEMO, *La fusione delle società commerciali*, Roma, 1921.

DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques - J.R. Macey, Creditors versus capital formation: the case against the European legal capital rules)*, *Giur. Comm.*, 2002, 585 ss.

DENOZZA, *Rules vs. Standards nella disciplina dei gruppi: l'inefficienza delle compensazioni virtuali*, *Giur. Comm.*, I, 2000, 327 ss.

DI MUNDO, *Effetti processuali della fusione: le Sezioni unite pongono fine all'interruzione dei processi civili*, *Società*, 2006, 459 ss.

DI SABATO, *Diritto delle società*, Milano, 2011.

DI SABATO, *Manuale delle società*, Torino, 1990.

DRESCHER, in G. Spindleru. E. Stilz, *AktG2*, München, 2010.

ENRIQUES, *Il conflitto d'interessi nella gestione delle società per azioni: spunti teorici e profili comparatistici in vista della riforma del diritto societario*, in *Rivista delle società*, III-IV, 2000, 509 ss.

ESPOSITO, *Le operazioni con parti correlate: regole sulla trasparenza e sul governo societario*, in *Rivista del diritto commerciale*, I, 2010.

F. FERRARA JR. - F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1987.

FARAONE, *Fusione e conservazione della qualità di socio*, *Riv. dir. comm.*, 1973, 2, 95 ss.

FERRARA - CORSI, *Gli imprenditori e le società*, sesta ed., Milano, 1978.

FERRARA JR., *Gli imprenditori e le società*, Milano, 1962.

FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Milano, 1998.

FERRI, *La fusione delle società commerciali*, Roma, 1936.

FERRI, *Manuale di diritto commerciale*, Torino, 2014.

FERRO-LUZZI, *I contratti associativi*, Milano, 1976.

FERRO-LUZZI, *La nozione di scissione*, *Giur. comm.*, 1991, I, 1065 ss.

FIORI, *Le scissioni nell'economia e nei bilanci delle aziende*, Milano, 1995.

FLEISCHER, *Problemi giuridici in tema di valutazione delle azioni del socio recedente: un confronto tra diritto tedesco e diritto italiano*, *Riv. Soc.*, 2013, 87 ss.

FORTUNATO, *Anticipazioni, prestiti o garanzie per l'acquisto di azioni proprie*, *La seconda direttiva CEE a cura di Buttaro e Patroni Griffi*, Milano, 1984.

GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, III, 2, Padova, 1999.

GALGANO, *I gruppi di società*, Torino, 2001.

GALGANO, *Scissione di società*, *Vita not.*, 1992, 503 ss.

GENOVESE, *Fusioni e scissioni*, in AA. VV., *La riforma delle società di capitali e cooperative a cura di L. Starola*, Milano, 2003.

GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Torino, 1997.

GILSON-BLACK, *The law and finance of corporate acquisitions*, 2a ed., Westbury, NY, 1995.

GIULIANI, *Fusione, rapporto di cambio e tutela dei minimi azionisti*, *Riv. Not.*, 1970.

GIULIANI, *Sul diritto di intervento in assemblea degli azionisti privilegiati privi di diritto di voto*, *Riv. Not.*, 1966.

GRASSETTI, *Fusione per incorporazione e conflitto di interessi*, *Giur. Comm.*, 1979, I, 794 ss.

GRAZIANI, *Diritto delle società*, Napoli, 1963.

GRIPPO, *Incorporazione di una società per azioni esercente il credito in un istituto di credito di diritto pubblico, pregiudizio dello status socii e situazione patrimoniale*, *Giur. Comm.*, 1978, II, 665.

GUATRI-BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2005.

GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Aa. Vv., Diritto delle società, Manuale Breve*, Milano, 2012.

GUIZZI, *Gestione dell'impresa e interferenze di interessi. Trasparenza, ponderazione e imparzialità nell'amministrazione di s.p.a.*, in *Quaderni romani di diritto commerciale*, Milano, 2014.

HAMILTON, *The Law of Corporations in a nutshell*, St. Paul, Minn., 1996.

IRRERA, *Scissione delle società*, in *Dig. it. Disc. Priv.*, sez. comm., XIII, Torino, 1996.

KENYON-SLADE, *Mergers and takeovers in the US and UK*, *Law and Practice*, Oxford, 2004.

LA MARCA, *La fusione e la scissione delle società*, in *Cassottana - Nuzzo, Lezioni di diritto commerciale comunitario*, Torino, 2006.

LAURINI, *Brevi note sui profili operativi della scissione asimmetrica*, *Riv. Not.*, 2007.

LAURINI, *La scissione di società*, *Riv. Soc.*, 1992, 923 ss.

LAURINI, *Nomina dell'esperto ex art. 2343 c.c. nella scissione di società*, *Le Società*, 1993, 1318 ss.

LAURINI, *Progetto di fusione e flessibilità del procedimento*, *Notariato*, 2000, 587 ss.

LAZZARO, MACRÌ PELLIZZERI, *Il problema della responsabilità per danno da fusione per incongruità del rapporto di cambio a tutela degli interessi della categoria degli azionisti di risparmio*, Riv. Dir. Comm., 2009, II, 218 ss.

LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, Riv. Soc., 2004, 1343 ss.

LUCARELLI, *La scissione di società*, Torino, 1999.

MAFFEI ALBERTI, *Commentario breve al Diritto delle Società*, Padova, 2015.

MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2009.

MAGLIULO, *La scissione delle società*, Milano, 2012.

MAGRI, *Natura ed effetti delle scissioni societarie: profili civilistici*, Riv. trim. dir. proc. civ., 1999, 41 ss.

MALTONI, in TASSINARI, MALTONI, *La trasformazione*, Milano, 2011.

MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Riv. Not., 1991.

MARCHETTI, *Dove vanno le massime del Notariato in materia societaria. Invito ad una riflessione*, relazione tenuta al Convegno Orizzonti del diritto commerciale, 2012.

MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, Giur. Comm., 1993, I, 205.

MAUGERI, *Il danno da concambio "incongruo"*, Giur. Comm., 2015, I, 308 ss.

MAUGERI, *L'introduzione della scissione di società nell'ordinamento italiano: prime note sull'attuazione della VI direttiva CEE*, in Giur. Comm., 1992, I, 775.

MAUGERI, *Le operazioni con parti correlate nei gruppi societari*, in *Rivista del Diritto Commerciale*, 2010, I, 887.

MENGONI, *Appunti per una revisione della teoria sul conflitto di interessi nelle deliberazioni di assemblea della società per azioni*, Riv. Soc., 1956, 434 ss.

MESSINEO, *Impugnativa di delibera di fusione e interesse dei singoli soci*, Riv. Soc., 1957, 220 ss.

MIGLIETTA, *Le valutazioni nelle operazioni di fusione*, Milano, Etas, 1991.

MIGNOLI, *Interesse di gruppo e società a sovranità limitata*, in *Contr. Impr.*, 1986, 729 ss.

MIGNOLI, *Le assemblee speciali*, Milano, 1960.

MINERVINI, *Gli interessi di amministratori di s.p.a.*, in *Il nuovo diritto delle società*, *Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, a cura di *Abbadessa e Portale*, II, Torino, 2006.

MONATERI, *Contratto e trasferimento della proprietà*, Torino, 2009.

MONTALENTI, *Conflitto di interessi nei gruppi di società e teoria dei vantaggi compensativi*, *Giur. Comm.*, 1995.

MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991.

MONTALENTI, *Operazioni con parti correlate*, in *Giur. Comm.*, 3, I, 2011, 319 ss.

MONTALENTI, *Operazioni infragruppo e teoria dei vantaggi compensativi: l'evoluzione giurisprudenziale*, in *Giur. It.*, 1999, 2317.

MORANO - ZINI, *La nuova disciplina delle fusioni*, *Le Società*, 1991, 911 ss.

MORANO, *La scissione non proporzionale, ne Le operazioni societarie straordinarie - Questioni di interesse notarile*, *Quaderni della Fondazione del Notariato*, in www.fondazione-notariato.it.

NAVA, *Le perizie di stima*, Milano, 2000.

NAVARRINI, *Trattato teorico-pratico delle società commerciali*, IV, Milano-Torino-Roma, 1919.

NIGRO, *Ripartizione delle partecipazioni e opzione dei soci nella scissione di società*, Milano, 2001.

NOTARI, *Appunti sul diritto d'opzione nella riforma delle società*, *Riv. Not.*, 2002, 841.

NOTARI, *La scissione non proporzionale con concambio di tutte le azioni di alcuni soci della società scissa*, *Riv. dir. Comm.*, 2009, I, 793.

OIV - ORGANISMO ITALIANO DI VALUTAZIONE, *PIV - Principi Italiani di Valutazione*.

OPPO, *Eguaglianza e contratto nelle società per azioni*, *Riv. dir. Civ.*, 1974, I, 629 ss.

OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d. leg. 1991 n. 22: profili generali*, *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 501 ss.

PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e scissione*, Torino, 2011.

PAOLINI, *Divieto di distribuzione ai soci di quote non proporzionali nella scissione parziale con unica beneficiaria*, *Le Società*, 2000, 450.

PAOLINI, *Scissione di società*, *Contr. impr.*, 1991, 831 ss.

PARELLA, *Art. 2504-quater, c.c.: dieci anni di giurisprudenza*, *Giur. Comm.*, 2003, 363 ss.

PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato Colombo - Portale*, 2, Torino, 1991.

PEROTTA, *La scissione*, in PEROTTA - GAREGNANI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 1999.

PETTARIN, *Acquisizione, fusione e scissione di società*, Milano, 1992.

PICCIAU, *Forme di Scissione*, *Commento all'art. 2506*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. G. Marchetti, L. A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione - Fusione - Scissione*, Milano, 2006.

PICCIAU, *La scissione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie*, *Questioni di PICCIAU*, *Scissione di società e trasferimento d'azienda*, *Riv. Soc.*, 1995, 1189 ss.

PICONE, *sub art. 2506 bis*, *Progetto di scissione*, in Bianchi (a cura di), *Trasformazione - Fusione - Scissione*, artt. 2498 - 2506-quater, Milano, 2006.

PORTALE, *Azioni con prestazioni accessorie e clausole di riscatto*, *Riv. Soc.*, 1982, 770 ss.

PORTALE, *La scissione nel diritto societario italiano: casi e questioni*, *Riv. Soc.*, 2000, 480 ss.

PORTALE, *Scissione parziale di società per azioni a favore della "controllante" totalitaria: questioni*, *Banca Borsa Titoli di Credito*, 1998.

POTITO, *Le operazioni straordinarie nell'economia delle imprese*, Torino, 2006.

PREITE, *L'"abuso" della regola di maggioranza nelle deliberazioni assembleari delle società per azioni*, Milano, 1992.

QUATRARO, *La fusione: profili e natura giuridica*, *Dir. Fall.*, 1994, I, 373 ss.

RESCIO, *La fusione e la scissione, in Trattato delle società a responsabilità limitata, Diretto da Carlo Ibba e Giorgio Marasà, Padova, 2014.*

RORDORF, *La nuova disciplina della fusione e della scissione di società, Le società, 1991, 407 ss.*

ROSSI, ABRIANI, MONTALENTI, MUCCIARELLI, SACCHI, *Una tavola rotonda sui vantaggi compensativi nei gruppi, Giur. Comm., I, 2002, 613 ss.*

SALAFIA, *La scissione di società, AA. VV., Le scissioni di società, Milano, 1992.*

SANTAGATA, *Fusione - Scissione, vol. VII, t. 1, in Colombo, Portale, Trattato delle società per azioni, Torino, Utet, 2004.*

SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità, Riv. Soc., 2004, 1515 ss.*

SANTANGELO, *La scissione nella riforma, in CNN, Studi sulla riforma del diritto societario, Milano, 2004.*

SANTORO-PASSARELLI, *Dottrine generali del diritto civile, Napoli, 1954.*

SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario, Riv. Not., 2003, 897 ss.*

SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni, in Tratt. delle società per azioni diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 7**, 2, Torino, 2004.*

SCOGNAMIGLIO, *Sulla inesistenza giuridica del negozio di fusione, Riv. dir. Comm., 1992, I, 1027 ss.*

SERRA - SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società, Torino, 1994.*

SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società, in Tratt. Rescigno, Torino, 1985.*

SILVETTI, voce *Trasformazione e fusione delle società, in Noviss. Dig. It., XIX, Torino, 1972.*

SIMONETTO, *Delle società. Trasformazione e fusione delle società. Società costituite all'estero, in Commentario del Codice Civile a cura di A. Scialoja e G. Branca, II Ed., Bologna-Roma 1976, sub art. 2498.*

SIMONETTO, *Osservazioni sul progetto di direttiva sulla fusione di società per azioni, Riv. Soc., 1978, 810 ss.*

SIMONETTO, *Scissione di società, in Arch. Civ., 1987, 577 ss.*

SPADA, *Appunto in tema di capitale nominale e di conferimenti*, Studio n. 127-2006/I, *Studi e materiali CNN*, 2007.

SPERONELLO, *La scissione di società fra tipicità ed autonomia negoziale: un caso di «assegnazione» di quote della scissa*, *Giur. comm.*, 2001, II, 273 e ss.

TAMBURINI, *Commento sub art. 2505-bis*, ne *Il nuovo diritto delle società a cura di Alberto Maffei Alberti*, Padova, 2005.

TANTINI, *Trasformazione e fusione delle società*, in *Tratt. dir. comm dir. pubbl. econom. diretto da F. Galgano*, VIII, Padova, 1985.

TEDESCHI, *Raggruppamento delle azioni e conservazione della qualità di socio*, *Giur. Comm.*, 1979, I, 692 ss.

TERENGI, *Sindacabilità della congruità del rapporto di cambio nel progetto di fusione*, *Società*, 1995, 1088 ss.

VANONI, *Sottoscrizione di proprie azioni e altre operazioni*, *Armonie e disarmonie nel diritto comunitario delle società di capitali*, a cura di Campobasso, Milano, 2003.

VENTORUZZO, *La nuova disciplina delle operazioni con parti correlate: Tutela degli investitori e governance delle società quotate*, in *Banche Italiane e Governo dei Rischi*, a cura di Bracchi G. e Masciandaro D., Roma, 2008.

VENTORUZZO, *sub art. 2391-bis*, in *Commentario alla riforma del diritto societario Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, Milano, 2005.

VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.

VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006.

VIGANÒ, *La natura del valore economico del capitale d'impresa e le sue applicazioni*, Napoli, 1967.

VIGHI, *I diritti individuali degli azionisti*, Parma, 1902.

VISENTINI, *La fusione fra società*, Roma, 1942.

VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, II, *Le società commerciali*, Milano, 1923.

ZABBAN, *La fusione semplificata*, in *Le operazioni societarie straordinarie*, *Questioni di interesse notarile*, www.fondazione-notariato.it.

ZANETTI, *Scindibilità di un patrimonio netto contabile negativo anche a favore di beneficiaria newco*, in *Fisco*, 2009, 48 ss.