



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI CAGLIARI
FACOLTÀ DI SCIENZE ECONOMICHE, GIURIDICHE E POLITICHE
CORSO DI LAUREA MAGISTRALE IN GIURISPRUDENZA

***La fusione semplificata per incorporazione di società
controllata e gli interessi “esterni”***

RELATORE:

LAUREA DI:

Prof. ssa Elisabetta Loffredo

TESI DI

Federica Melis

ANNO ACCADEMICO 2011 – 2012

Indice

Impostazione, sviluppo e risultanze dell'indagine.....4

I. La semplificazione nella fusione di società.....8

1. Il concetto di semplificazione 8
2. Semplificazione procedurale e diritto all'informazione 9
3. L'ultimo atto della semplificazione: il d.lgs 123/2012 15
4. Le altre ipotesi di fusione di diritto speciale 18
5. Tipi di fusioni semplificate e forme di semplificazione 22
6. In particolare la fusione semplificata di società posseduta al novanta per cento 27
 - 6.1. Presupposti soggettivi..... 28
 - 6.2. Il procedimento..... 30

II. Interesse sociale e interessi dei soci estranei al gruppo di comando..... 35

1. Semplificazione e tutela degli interessi nei principi della riforma..... 35
2. La posizione e le tutele dei soci di minoranza 36
3. La tutela dei soci di minoranza: criticità..... 39

III. La tutela del credito nelle fusioni semplificate..... 43

1. Gli interessi dei creditori..... 43
 - 1.1. Dalla pubblicità legale alla pubblicità nel web: l'informazione ai creditori..... 46
 - 1.2. L'individuazione dei creditori legittimati a fare opposizione..... 49
 - 1.3. Il contenuto dell'informazione nel web 50
 - 1.4. L'opposizione e i suoi effetti..... 52
 - 1.5. Opposizione e prosecuzione del procedimento di fusione 54
 - 1.6. Le ipotesi di fusione anticipata..... 57
 - 1.7. L'attuazione della fusione in pendenza di opposizione o prima della scadenza del termine..... 59
2. La tutela degli obbligazionisti..... 64
 - 2.1. Gli obbligazionisti convertibili e la relativa tutela..... 66
3. La tutela dei possessori di strumenti finanziari..... 73

4. La responsabilità per danni da fusione.....	76
5. Le criticità nella tutela del credito.....	85
5.1. I creditori.....	86
5.2. Gli obbligazionisti e i possessori di strumenti finanziari	87
IV. Osservazioni conclusive: una prospettiva di revisione della disciplina.....	91
Bibliografia.....	95

Impostazione, sviluppo e risultanze dell'indagine

Il lavoro muove dai più recenti interventi con i quali nella disciplina delle fusioni, a far tempo dalla riforma diritto societario 2003, si è proceduto nella semplificazione già consentita per questo istituto dalle direttive n. 78/855 CEE e 82/891 CEE e dalla attuazione nazionale con il d.lgs 16 gennaio 1991 n. 22, che ha subito delle consistenti modifiche a seguito dell'attuazione della riforma del diritto societario realizzata con il d.lgs 17 gennaio 2003 n. 6, emanato in attuazione della legge delega 3 ottobre 2001 n. 366.

La semplificazione in materia di fusioni non è che un aspetto del più generale processo che si avvia nel 2000 con interventi che toccano l'intero sistema informativo che attiene alle società di capitali, finalizzati alla semplificazione dei procedimenti di costituzione e delle operazioni straordinarie.

L'intervento si è, quindi, concretizzato, in un primo momento con il d.lgs n. 340 del 2000, nel quale il legislatore, nel dichiarato intento di anticipare la riforma, ha voluto incidere radicalmente sulla disciplina, abolendo il giudizio di omologazione da parte del tribunale nella fase costitutiva ed attribuendo al notaio il controllo delle condizioni stabilite per legge.

Ha poi avviato la riforma del diritto societario, attraverso la legge delega n. 6 del 2003, con il fine di perseguire l'obiettivo prioritario di favorire la nascita, la crescita e la competitività delle imprese.

Infine, è intervenuto con il recente d.lgs n. 123 del 2012, in attuazione della direttiva 2009/109/CE, con lo scopo di ridurre e semplificare gli obblighi documentali e informativi a carico delle società impegnate nei processi di fusione e scissione.

In questo contesto, i procedimenti con i quali vengono attuate operazioni societarie straordinarie rappresentano un esempio paradigmatico delle esigenze di semplificazione.

SI tratta, infatti, di procedimenti complessi, che si sviluppano in una serie articolata di fasi che richiedono una procedura burocratica lunga con un conseguente aggravio dei tempi.

Il procedimento di fusione, infatti, si articola in tre fasi essenziali: il progetto di fusione, la delibera di fusione e l'atto di fusione.

Le novità più significative della disciplina riformata nel 2003 riguardano il progetto di fusione e la fase che precede la delibera di fusione, fase, in passato¹ quasi del tutto ignorata dal legislatore ed oggi, invece, dettagliatamente disciplinata con una serie di norme ispirate alla finalità di offrire un'adeguata informazione preventiva ai soci e ai terzi coinvolti nell'operazione.

È, infatti, espressamente previsto che gli amministratori delle diverse società partecipanti alla fusione devono redigere un progetto di fusione (art. 2501 *ter*), nel quale sono fissate le condizioni e le modalità dell'operazione e dal quale devono risultare, fra le altre l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione e il rapporto di cambio delle azioni o quote.

Ma la documentazione informativa non si esaurisce nel progetto di fusione in quanto è prescritta la redazione preventiva di altri tre documenti, quali la situazione patrimoniale (art. 2501 *quater*), la relazione degli amministratori (art. 2501 *quinquies*) e la relazione degli esperti (art. 2501 *sexies*).

La situazione patrimoniale è redatta dagli amministratori con l'osservanza delle norme sul bilancio e svolge la funzione principale di fornire ai creditori sociali informazioni aggiornate per il consapevole esercizio del diritto di opposizione alla fusione.²

Per evitare possibili abusi a danno della minoranza, la legge prescrive, inoltre, la redazione di una relazione da parte degli amministratori nella quale venga illustrato e giustificato il progetto di fusione, e in particolare il rapporto di cambio, in modo da fornire un'adeguata informazione dei soci e metterli in condizione di verificare i metodi di valutazione usati nella determinazione del cambio.

È, infine, prescritto che uno o più esperti, designati dai tribunali per ciascuna società, redigano una relazione sulla congruità del rapporto di cambio ed esprimano un parere sull'adeguatezza del metodo seguito dagli amministratori per la determinazione dello stesso.

¹ Ci si riferisce alla disciplina antecedente al d.lgs n. 22 del 1991.

² Paragrafo 1.2.

Tutti questi documenti devono restare depositati, o pubblicati sul sito, durante i trenta giorni che precedono l'assemblea e finché la fusione non sia deliberata.

Si chiude così la complessa fase preparatoria della delibera di fusione; una fase che, in seguito agli interventi legislativi sopra menzionati, ammette delle semplificazioni.

In alcune circostanze, che attengono alla struttura e ai rapporti delle società che vi partecipano, infatti, alcuni oneri procedurali risultano effettivamente sovrabbondanti, come nel caso di fusione tra società di persone e nel caso di incorporazione di società integralmente posseduta.

Nella prima ipotesi la *ratio* della semplificazione va individuata nell'intento di accelerare il passaggio da una fase all'altra della fusione e ridurre i costi di transizione, sul presupposto che sarebbero qui coinvolte piccole e medie imprese, per le quali le normali garanzie di trasparenza risulterebbero eccessive.

Nella seconda ipotesi, invece, è proprio la situazione di controllo totalitario a giustificare l'introduzione delle semplificazioni, affievolendosi notevolmente l'esigenza di garantire la trasparenza e l'analiticità dell'informazione nella fase predeliberativa; se, infatti, l'incorporata è posseduta al cento per cento dall'incorporante, mancano del tutto i destinatari di tali notizie, ossia i soci dell'incorporata diversi dall'incorporante stessa.

Si potrà, quindi, redigere un progetto di fusione più snello, omettendo le informazioni riguardanti il rapporto di cambio, e si potrà evitare di redigere sia la relazione degli amministratori, sia la relazione degli esperti; appare evidente come l'enunciazione del rapporto di cambio, nonché gli adempimenti connessi, destinati a illustrarne i criteri di fissazione, siano superflui.

In altre situazioni, come quella oggetto di questo studio, la semplificazione, pur possibile, deve coordinarsi con le esigenze informative e di tutela degli interessi di soggetti esterni al capitale di comando, che potrebbero risultare compromesse in presenza di procedimenti alleggeriti, come quello previsto per la fusione semplificata *ex art. 2505 bis*.

La presenza dei soci di minoranza rende necessarie tutte le informazioni riguardanti il rapporto di cambio, informazioni che, però, al pari di quanto previsto per l'ipotesi di incorporazione di società interamente posseduta, è concesso di omettere in virtù della semplificazione.

Appare evidente che, nonostante queste semplificazioni siano condizionate al riconoscimento del diritto di vendere le proprie azioni o quote ad un prezzo da determinarsi in base ai criteri applicabili in caso di recesso, la posizione di questi soggetti non sia tutelata dalla circostanza per cui non siano in grado, per mancanza di informazioni appunto, di valutare consapevolmente la possibilità loro concessa.

Ma i soci di minoranza non sono gli unici a subire un affievolimento della tutela; le omissioni documentali producono effetti anche nei confronti dei creditori, degli obbligazionisti e dei possessori di strumenti finanziari.

Questi soggetti, nei confronti dei quali la fusione va ad incidere, dovrebbero essere messi in condizione di conoscere le notizie relative all'operazione, in modo da poter esercitare i diritti e le forme di tutela loro concessi dall'ordinamento.³

L'analisi svolta in questo studio si è perciò orientata alla valutazione delle esigenze informative dei soggetti portatori di interessi esterni, sacrificati in qualche misura dal regime semplificato della fusione, e della adeguatezza di quest'ultimo di realizzare un buon bilanciamento tra l'esigenza di semplificazione e la tutela degli interessi stessi.

In questo senso si è potuto rilevare che forse il legislatore si è spinto troppo oltre nel sostenere la semplificazione, al fine di valorizzare il carattere imprenditoriale della società e aumentare la competitività delle imprese a livello globale, senza però prevedere delle forme di tutela adeguate per i soci estranei al gruppo di comando e per i terzi.

Si è tenuto conto, inoltre, del rapporto tra le soluzioni introdotte a livello nazionale e le previsioni delle direttive comunitarie, valutando, nei diversi interventi normativi, dove il legislatore italiano sia stato impreciso e dove si sia spinto oltre la previsione del dettato europeo; si è anche comparato il recepimento delle stesse negli stati membri, valutando e analizzando quale soluzione sia stata più adeguata alle esigenze del legislatore europeo.

³ Si fa riferimento all'esercizio della facoltà di opposizione concesso ai creditori e agli obbligazionisti di cui rispettivamente all'art. 2503 e art. 2503 *bis*, e alla facoltà di conversione anticipata nel caso degli obbligazionisti convertibili *ex art. 2503 bis* comma secondo; per gli obbligazionisti convertibili che non intendano avvalersi di tale facoltà devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, art. 2503 *bis* comma terzo.

Le risultanze dell'analisi hanno permesso, quindi, di tracciare un bilancio parzialmente negativo e di prospettare alcune linee di possibile revisione della disciplina attuale che tengano conto sia dell'esigenza di semplificazione, sia delle esigenze di chi la fusione non la decide, ma la subisce.

I. La semplificazione nella fusione di società

1. Il concetto di semplificazione

Per poter affrontare il tema della semplificazione, e della sua applicazione nel sistema societario italiano, è opportuno analizzare come tale obiettivo venga perseguito attraverso la legge delega 366/2001 e di come, questa, ne faccia un principio ispiratore dell'intera riforma.

L'art. 7 della suddetta legge, infatti, stabilisce come primo criterio direttivo in tema di fusioni una maggiore semplificazione e precisione del procedimento, nel rispetto, per le società di capitali, delle direttive comunitarie.

Tale esigenza è emersa già all'indomani dell'emanazione del d.lgs 22/1991, di recepimento delle direttive comunitarie 78/855/CEE e 82/891/CEE in materia fusioni di società.

Questo decreto, che per la prima volta introduceva nel sistema una disciplina organica e sistematica in tema di fusioni e scissioni, non impedì, tuttavia, la nascita di un sentimento di insoddisfazione⁴; in senso critico, infatti, veniva rilevato da più parti come la complessità e la lunghezza del procedimento dovessero essere rimodellate sia,

⁴ La normativa antecedente, inoltre, era piuttosto scarna, lacunosa sotto il profilo dell'informazione a favore dei soci e dei terzi interessati all'operazione, in quanto non prevedeva la stesura di documenti informativi a loro diretti, e carente di risposte a questioni importanti come la nullità dell'atto di fusione, la possibilità di retrodatare e postdatare gli effetti della fusione e la determinazione dei soggetti ammessi a partecipare.

in relazione al livello di difficoltà della specifica operazione di fusione, sia in relazione alle dimensioni e alle strutture delle imprese partecipanti.⁵

Si erano, quindi, avanzate istanze di semplificazione del procedimento che poi avrebbero trovato voce ed espressione nel d.lgs 6/2003, in attuazione della legge delega per la riforma del diritto societario 366/2001.

Si tratta di capire, quindi, in che modo il legislatore abbia recepito tale istanza, e di verificare se le modalità utilizzate siano idonee a produrre gli obiettivi perseguiti, valutando nel concreto la loro applicazione.

Per fare ciò appare opportuno interrogarsi sui principi ispiratori, diversi da quello della semplificazione, che la legge delega detta nei suoi 12 articoli.

Si può notare, così, come particolare rilevanza venga attribuita alla celerità nello svolgimento delle procedure e alla continuità dell'attività d'impresa in virtù delle trasformazioni strutturali; ben cinque degli otto articoli, infatti, fanno riferimento al momento imprenditoriale della società e alla sua valorizzazione.

D'altra parte, però, occorre poi verificare se alla tutela della libertà organizzativa venga affiancata un'altra tutela, quella degli interessi esterni.

Si può infatti dire che la riforma abbia raggiunto il suo scopo solo dove abbia attuato in maniera soddisfacente un giusto equilibrio tra la tutela dell'interesse sociale ad una riorganizzazione strutturale e la tutela degli interessi dei soggetti terzi rispetto all'operazione in questione, intendendosi con ciò sia i soci di minoranza, ove presenti, sia i creditori sociali, sia i possessori di titoli diversi dalle azioni.

2. Semplificazione procedurale e diritto all'informazione

Il fulcro dell'intervento di semplificazione nelle operazioni straordinarie è consistito nella facoltà di omettere determinati adempimenti, nella riduzione di alcuni termini, nonché nella facoltà di rinuncia, con il consenso unanime, al decorso del tempo in

⁵ ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637; SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889.

relazione a specifici atti; il legislatore ha inoltre previsto un'importante semplificazione del procedimento nel caso in cui partecipino società di persone.

Per comprendere la portata di questi interventi è opportuno analizzare l'iter iniziale che precede la decisione.

Il procedimento di fusione si articola in una serie di atti che hanno carattere funzionale, quello di legare fasi e soggetti coinvolti.

Al risultato finale non si può, quindi, pervenire se non attraverso un primo stadio, avente natura essenzialmente preparatoria, che consiste nella redazione di un programma unitario, concordato da entrambe le società, definito progetto di fusione.

La redazione del progetto di fusione spetta agli amministratori delle società coinvolte, sui quali gravano degli obblighi documentali e informativi; in base all'art. 2501 *bis*, infatti, esso deve contenere: 1) il tipo, la denominazione sociale, la sede delle società partecipanti; 2) l'atto costitutivo della società risultante o della incorporante; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o quote; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o dalla incorporante; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titolo diversi dalle azioni; 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti.

Tra le informazioni che devono inderogabilmente risultare dal progetto di fusione spicca il rapporto di cambio, secondo cui le azioni o quote della società incorporante, o di quella risultante dalla fusione, verranno assegnate ai soci delle società partecipanti all'operazione, in cambio delle azioni o quote già da questi possedute nelle preesistenti società.

La sua determinazione è affidata alla discrezionalità tecnica degli amministratori (sulla base delle trattative precedentemente intercorse tra le società), i quali non sono vincolati da criteri prestabiliti dal legislatore vista la complessità e la pluralità dei parametri utili a tale determinazione, quali il valore dei patrimoni delle società coinvolte, il valore del mercato delle azioni, l'appetibilità dell'incorporata nel caso

dell'incorporazione, le prospettive di sviluppo e di reddito della società risultante dalla fusione.⁶

Gli amministratori delle società partecipanti devono, inoltre, redigere, in base all'art. 2501 *ter* comma uno, la situazione patrimoniale delle società stesse, riferita ad una data non anteriore di oltre quattro mesi dal giorno in cui il progetto di fusione è stato depositato nella sede della società; questa, può, inoltre, anche essere sostituita dal bilancio dell'ultimo esercizio, purché sia stato chiuso non oltre i sei mesi prima del giorno del deposito del progetto di fusione indicato nel primo comma.

La relazione patrimoniale ha lo scopo di offrire un'informazione contabile aggiornata per ciascuna delle società partecipanti e riveste uno specifico interesse sia per i soci, che per i terzi creditori.

Per quanto riguarda i soci, dal suo esame essi possono trarre una lettura più trasparente del concambio e, in particolare, comprendere quanto gli amministratori si siano allontanati dai valori di libro nel determinarlo.⁷

Per quanto concerne i creditori, invece, la situazione patrimoniale riveste maggiore rilevanza in quanto permette loro di verificare con precisione in che misura la fusione incida sulla garanzia patrimoniale del loro debitore, anche ai fini dell'eventuale opposizione.

⁶Inoltre come rileva PERRINO, *Sub artt. 2501, 2501 bis, 2501 ter, 2501 quater, 2501 quinquies, 2503, 2503 bis*, in *Società di capitali*, commentario a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, III, Napoli 2004, corrispondentemente limitata è l'area del possibile controllo giudiziale su tale determinazione, in sede di giudizio eventuale di omologazione della deliberazione di fusione, così come nell'ambito di un eventuale giudizio di invalidità della stessa o dell'atto finale di fusione. Tale controllo non potrà invadere la sfera delle valutazioni di merito, potrà solo sindacarne l'irragionevolezza o l'arbitrarietà, per il difetto di motivazione oggettiva, alla luce anche delle *relazioni* degli articoli 2501 *quinquies* e *sexies*, o l'illegittimità alla stregua dei principi generali del diritto societario, come il principio di parità di trattamento (da intendersi in questo caso come parità di trattamento tra i soci di ciascuna società partecipante alla fusione).

⁷In questo senso CAVANNA, *La fusione*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, in *Operazioni straordinarie*, Padova 2011, p. 390; in senso contrario osserva LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società 2004*, p. 1343, i soci trarrebbero informazioni determinanti non tanto dalla situazione patrimoniale, quanto piuttosto dal rapporto di cambio, alla cui fissazione non concorrerebbero in modo decisivo i valori contabili in essa esposti, destinati a fungere da semplice base di partenza per le valutazioni degli amministratori.

Gli obblighi documentali non si esauriscono, però, in tali incombenze, che devono essere supportate da una relazione redatta dagli amministratori che contenga una giustificazione di tipo economico, contabile e giuridico delle ragioni che hanno spinto la società ad una riorganizzazione strutturale quale è appunto la fusione, specificando il rapporto di cambio e i criteri di determinazione dello stesso (art. 2501 *quinquies*). La disciplina, all'articolo 2501 *sexies*, prevede, inoltre, la stesura di una relazione da parte di un gruppo di esperti, per ciascuna società, che valuti la congruità di tale rapporto, i metodi di determinazione e i valori risultanti dalla loro applicazione.

La situazione patrimoniale, infatti, non è in grado di offrire le informazioni adeguate ai soci sulla congruità di cambio indicato nel progetto di fusione; sia perché non ritrae il valore effettivo del patrimonio sociale, sia perché la fissazione del rapporto di cambio più congruo non si fonda soltanto su un raffronto tra i patrimoni delle società interessate, ma coinvolge, come si è visto sopra, valutazioni più complesse.

Diversamente dal progetto, la situazione patrimoniale e le relazioni non sono oggetto di pubblicità presso il registro delle imprese durante la fase predeliberativa e vedono quindi, almeno inizialmente, circoscritta ai soci la loro capacità informativa.

Questi documenti acquistano rilevanza per i terzi solo in un momento successivo, dopo la decisione di fusione, con l'iscrizione a completamento della stessa.⁸

La *ratio* di tali previsioni si ravvisa in una tutela effettiva del diritto di informazione spettante ai soggetti i cui interessi siano coinvolti e si riflette nella necessità di trovare un giusto equilibrio tra di essi.

La riforma si inserisce proprio in questa fase, introducendo delle semplificazioni che riducono l'iter burocratico, considerato troppo gravoso e eccessivamente lungo, e che contribuiscono ad affievolire l'obbligo informativo di cui sopra.

Bisogna quindi vedere in quali circostanze la mano del legislatore sia intervenuta in questo senso.

È stato fatto, in primis, con la non applicabilità della norma riguardante la relazione degli esperti, prevista nel diritto previgente solo per l'incorporazione di società

⁸ CAVANNA, *La fusione*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, in *Operazioni straordinarie*, Padova 2011, p. 390.

interamente possedute, ed estesa, con la riforma, all'incorporazione di società possedute al novanta per cento e a quelle il cui capitale non sia rappresentato da azioni. Tuttavia mentre nel secondo caso tale omissione è prevista nell'ipotesi in cui vi sia un consenso unanime dei soci, nel primo, prescinde da tale volontà ed è condizionata al riconoscimento, nei confronti della minoranza, del diritto di vendere le proprie azioni o quote alla società incorporante, per un valore da determinarsi secondo i medesimi criteri applicabili in caso di esercizio del diritto di recesso.

La giustificazione di questo limite si ravvisa nel tentativo di conciliazione della semplificazione con la tutela degli interessi coinvolti; se i soci appartenenti a quel dieci per cento fossero in disaccordo con l'operazione proposta e non potessero recedere, l'omissione della relazione degli esperti gli impedirebbe di valutare in modo completo la fusione.

Il legislatore ha preferito, quindi, riconoscere alla minoranza un diritto di "uscita" ad un prezzo favorevole, ossia quanto più possibile corrispondente al valore dei titoli, piuttosto che rinunciare alla semplificazione.

Inoltre, nonostante la direttiva comunitaria consentisse di evitare tale incombenza, rimaneva fermo l'obbligo di redigere la relazione degli amministratori.

La presenza dei soci di minoranza, infatti, esclude tale possibilità in quanto non è possibile prescindere dalla determinazione del rapporto di cambio contenuta, come si è visto, in tale documento.

Un'altra importante deroga procedurale si ha con la previsione che la competenza a decidere in merito alla fusione possa essere devoluta all'organo amministrativo.

Tale possibilità, nel caso di società posseduta al novanta per cento, però, è concessa solo all'incorporante; per la società incorporata resta ferma e inderogabile la competenza dell'assemblea, in conseguenza del fatto che nella incorporata siano presenti i soci di minoranza.

La delibera dovrà rivestire la forma dell'atto pubblico e la società incorporante dovrà depositare gli atti presso le sedi di entrambe le società. Il deposito sarà derogabile con il consenso unanime dei soci.

Inoltre, per l'incorporante è prevista la possibilità che una minoranza dei soci pari al cinque per cento possa attivarsi al fine di ricondurre la suddetta competenza all'organo assembleare.

A questo punto potrebbe sorgere un problema: se questo cinque per cento ha un simile interesse si potrebbe ritenere che abbia anche un interesse a prendere visione di quella relazione degli esperti che invece la legge nega in maniera netta.

Si può notare, quindi, come la tutela della minoranza risultasse affievolita da un siffatto intervento non essendo possibile per i soci, che non hanno ricevuto tutte le informazioni necessarie, valutare pienamente il diritto di *exit*.

Una volta analizzata la semplificazione che si concretizza con l'omissione di determinati atti, occorre soffermarsi sulla possibilità, in presenza del consenso unanime, di rinunciare al decorso del termine (trenta giorni) intercorrente tra l'iscrizione del progetto e la decisione, e il rispettivo termine (sempre di trenta giorni) per la consultazione degli atti depositati in copia presso la sede della società.

Può notarsi come la suddetta rinuncia non riguardi solo i diritti individuali dei singoli soci ma vada ad intaccare anche la posizione dei creditori.

L'opportunità, introdotta dalla riforma, necessita di ulteriori considerazioni.

In primo luogo si è osservato come la rinuncia per consenso unanime non si estende al diritto di essere informati in merito alle condizioni, ai termini e alle modalità dell'operazione, né al diritto di accedere gratuitamente ai documenti elencati nell'art. 2501 *septies*.⁹

Inoltre, se da un lato si potrebbe considerare che la riduzione del termine sia pregiudizievole per i soci e per i terzi a cui viene ridotto il tempo al fine di valutare l'operazione di fusione, dall'altro, in senso opposto, si potrebbe rilevare come il decorso del tempo non sia dannoso per quegli stessi soggetti e come la diminuzione dello stesso sia in realtà una garanzia.¹⁰

Infatti, l'interesse ad una reale corrispondenza, risulta maggiormente tutelato ove la situazione patrimoniale descritta nel progetto di fusione sia il più possibile attinente alla situazione economica reale delle società partecipanti.

Tutto ciò dovrebbe essere strettamente legato ad un diritto d'informazione pieno che, come si è visto sopra, viene spesso limitato.

⁹ ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637.

¹⁰ LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società* 2004, p. 1343 ss.

Infine, per quanto riguarda le società non azionarie (con esclusione delle società a responsabilità limitata), i suddetti termini sono dimezzati; si può notare, però, come la norma non sia altrettanto favorevole.

Infatti, nonostante questi vengano ridotti alla metà, essendo obbligatorio il consenso unanime dei soci, si richiede un maggior impiego di tempo; essendo vanificato l'obiettivo di accelerazione, il risultato ottenuto è piuttosto un aggravio procedurale.

Ulteriori semplificazioni vengono previste poi nella disciplina della opposizione dei creditori; per supportare quel giusto equilibrio tra celerità e tutela dei creditori sociali.

Si consente anzitutto di rinunciare al termine di sessanta giorni per l'attuazione della fusione, sia nei casi già previsti dalla disciplina previgente (consenso o pagamento dei creditori, o deposito delle somme corrispondenti), sia nel caso in cui la relazione sul rapporto di cambio sia redatta da un'unica società di revisione, che certifichi come la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti non richieda ulteriori garanzie.

Si prevede, inoltre, l'applicazione alle fusioni dell'ultimo comma dell'articolo 2445 cc, in tema di riduzione del capitale in esubero; si stabilisce che il tribunale, non solo quando la società abbia prestato idonea garanzia, ma anche ove ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori, possa dar luogo alla fusione nonostante l'opposizione.

Infine, il legislatore, facendo riferimento al principio di continuità, ha introdotto due importanti novità.

Il legislatore ha stabilito, risolvendo una lunga diatriba giurisprudenziale, la prosecuzione dei relativi rapporti in campo alla risultante, anche di natura processuale; ha poi introdotto nell'art. 2504 *bis* un importante riferimento al bilancio successivo all'operazione di fusione, stabilendo un collegamento tra il prima e il dopo fusione.

3. L'ultimo atto della semplificazione: il d.lgs 123/2012

Il tentativo di semplificazione non si è, tuttavia, esaurito nel 2003; il legislatore, infatti, in attuazione della direttiva 2009/109/CE¹¹, con la quale già a livello comunitario si sono recepite le insoddisfazioni presenti nella prassi in merito agli eccessivi adempimenti documentali richiesti, è intervenuto con il D.lgs 22 giugno 2012 n. 123, riguardante gli obblighi in materia di relazioni e di documentazione in caso di fusione e scissione.

Tale intervento ha introdotto due tipi di semplificazioni: documentali e pubblicitarie.

Per quanto riguarda le prime, il legislatore ha previsto la rinuncia alla redazione di alcuni documenti purché intervenga il consenso di tutti i soci; si fa riferimento alla situazione patrimoniale, alla relazione degli amministratori e alla relazione degli esperti.

In primis, si è stabilito che, per le sole società quotate, la situazione patrimoniale potesse essere sostituita con la relazione finanziaria semestrale, purché non riferita ad una data antecedente sei mesi dal giorno di pubblicazione del progetto; in secondo luogo, per tutte le società, la possibilità di rinunciare a tale documento in presenza del consenso di tutti i soci e dei possessori di strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto.

In relazione a questa predisposizione non sorgono particolari problemi per quanto riguarda l'utilizzo della relazione finanziaria, essendo questa un documento ufficiale; diverso è, invece, il problema delle conseguenze che l'omissione di tale documento potrebbe avere nei confronti dei creditori.

Infatti, come anche evidenziato sopra, la dottrina ¹² ha rilevato come la situazione patrimoniale non sia posta solo a tutela degli interessi dei soci ma anche dei creditori che, a seguito della rinuncia, a cui non prendono parte, perdono un importante strumento conoscitivo.

¹¹ Che ha modificato le precedenti direttive in materia di formazione e mantenimento del capitale sociale (77/91/CEE), in materia di fusioni tra società nazionali (78/855/CEE), in materia di scissioni tra società nazionali (82/891/CEE) e in materia di fusioni transfrontaliere (2005/56/CE).

¹² SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino 2004, p. 280.

Per i creditori, tale documento costituisce una fonte di informazione fondamentale ai fini di una valutazione economica che può sfociare o meno nell'opposizione.

L'altra semplificazione introdotta riguarda la possibilità di rinunciare sia alla relazione degli amministratori, nel caso di consenso dei soci e dei possessori di strumenti finanziari con diritto di voto, sia alla relazione degli esperti; quest'ultima era prevista, come si è visto solo in presenza del consenso unanime dei soci, adesso dovrà essere integrata dal consenso dei possessori di strumenti finanziari con diritto di voto.

Nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento, invece, tale omissione è condizionata alla possibilità che venga concesso ai soci di minoranza il diritto di vendere le proprie azioni o quote ai soci dell'incorporante per un valore da determinarsi in base ai medesimi criteri applicabili nel caso di esercizio del diritto di recesso.

In questo caso le conseguenze sono molto penetranti e incisive; come si vedrà più approfonditamente in seguito, la mancanza di informazioni che questi interventi legislativi comportano è gravemente lesiva degli interessi dei soci di minoranza che non possono valutare eventuali pregiudizi derivanti dalla incongruità del concambio.

Un'ulteriore novità, che dovrebbe compensare le limitazioni operate, è quella che impone agli amministratori di segnalare ai soci in assemblea le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo, eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto è stato depositato e la data della decisione.

Si tratta di una novità che, analogamente a quanto previsto nell'art. 2446 comma 1 in caso di convocazione dell'assemblea strumentale all'adozione degli opportuni provvedimenti in caso di perdite, impone agli amministratori di aggiornare i soci della propria società e gli amministratori delle altre società coinvolte. Questi ultimi dovrebbero, a loro volta, informare i soci delle società da loro amministrare.

Si tratta di un obbligo informativo, non derogabile, che dovrebbe consentire una maggiore ponderazione degli interessi dei soci nella decisione sull'operazione straordinaria.

Si tratta, inoltre, di informazioni che, comunicate in sede assembleare, dovrebbero risultare dal verbale, con la conseguenza che, una volta depositato, potrebbero essere accessibili anche ai terzi, consentendo loro di avere una maggiore cognizione al fine di valutare l'eventuale lesione dei propri interessi.

Tale obbligo potrebbe sopperire, in parte, alla mancata predisposizione della situazione patrimoniale dal momento che dovrebbe contenere le informazioni rilevanti sulla situazione patrimoniale delle società.¹³

Infine, per quanto riguarda le semplificazioni pubblicitarie, la mano del legislatore è intervenuta introducendo una modalità alternativa di pubblicità del progetto di fusione rispetto all'iscrizione nel registro delle imprese.

Sul punto si tornerà più diffusamente in seguito, basti qui menzionare la disciplina introdotta con il decreto legislativo 123/2012 che ha previsto che il progetto di fusione possa essere pubblicato nel sito internet della società con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l'autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

Il suo adempimento determina gli stessi effetti del deposito.

Quello che si può rilevare, alla luce di questo ultimo intervento, è come si cerchi di attuare la semplificazione attraverso degli sgravi documentali e burocratici, e di come, tali interventi, debbano essere accompagnati da misure che proteggano gli interessi e prevedano una tutela piena ed effettiva di quei soggetti terzi nei cui confronti l'operazione è destinata ad avere effetti reali.

4. Le altre ipotesi di fusione di diritto speciale

Per completezza di esposizione, appare qui opportuno richiamare le altre deroghe al diritto comune in tema di fusioni.

La prima riflessione concerne la possibilità che partecipino alla fusione due società di tipo diverso; in questo caso è necessario raffrontare la relativa disciplina con le novità introdotte in materia di trasformazione, e in particolare con le trasformazioni eterogenee.

¹³ DEMURO, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione*, in Relazione dattiloscritta al convegno annuale di " *Orizzonti del diritto commerciale*", 2013.

Il decreto legislativo di riforma del diritto societario 6/2003 si è, infatti, occupato del tema, tanto che la portata della riforma si coglie in modo penetrante, quando si osservi in che misura abbia “*valicato i tradizionali confini della materia e della forma commerciali*”¹⁴.

Si è rilevato come l'intervento del legislatore nella disciplina della trasformazione eterogenea sia stato contraddistinto da un lato dall'innovazione, dall'altro dalla contaminazione con istituti fino ad allora annoverati tra quelli propri del diritto civile in senso stretto.

Le innovazioni legislative del 2003 segnano l'irrompere di modelli strutturali e funzionali propri del diritto delle società commerciali anche all'interno del sistema delle persone giuridiche di diritto privato e, più generalmente, delle figure soggettive non commerciali; si può argomentare che l'ordinamento oggi riconosce una equiparazione d'ordine nuovo tra figure societarie, siano esse lucrative o mutualistiche, e entità non societarie.¹⁵

Così parte della dottrina¹⁶ è propensa a ritenere che nulla osti all'ipotesi in cui partecipino alla fusione enti con scopo consortile, enti non societari e perfino

¹⁴ Per l'approfondimento della disciplina si veda CARRARO, *Le trasformazioni eterogenee*, Torino 2010.

¹⁵ Per apprezzare la portata dell'innovazione introdotta con la riforma del 2003, risulta certamente utile conoscere le soluzioni adottate dagli altri ordinamenti.

Il legislatore francese ignora una disciplina generale delle trasformazioni eterogenee; la giurisprudenza è rigorosa nell'escludere che, in assenza di un'apposita disposizione legislativa o regolamentare, una società possa essere trasformata in un altro tipo: si ritiene che una siffatta trasformazione configuri senz'altro novazione e quindi comporti perdita della personalità giuridica. In Germania la trasformazione rappresenta una delle possibili operazioni straordinarie accanto a fusione, scissione e trasferimento di patrimonio e la relativa disciplina è una disciplina chiusa; tra i soggetti non societari suscettibili di trasformazione verso società sono annoverate le associazioni riconosciute e le corporazioni ed istituzioni di diritto pubblico, ma non le fondazioni. La Spagna ignora completamente le trasformazioni eterogenee. Nell'ordinamento belga il legislatore consente una trasformazione eterogenea dell'associazione riconosciuta in società commerciale. Un esempio di ordinamento più vicino a quello italiano è quello della Svizzera, la cui legge federale 3 ottobre 2003 sulla fusione, sulla scissione, la trasformazione e il trasferimento di patrimonio prevede la possibilità di trasformazione di una cooperativa in associazione, e la trasformazione di un'associazione in società di capitali o in società cooperativa, CARRARO, *Le trasformazioni eterogenee*, Torino 2010.

¹⁶ LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società* 2004, p. 1343 ss.

comunioni d'azienda, salvo poi affrontare il problema dell'applicazione della disciplina relativa alla trasformazione.

Infatti, la riforma non regola direttamente l'ipotesi di fusione eterogenea, si limita esclusivamente ad ampliare in maniera significativa, come si è visto sopra, le possibilità di trasformazione delle società di capitali in enti di diversa natura, lasciando all'interprete l'onere di trovare un giusto coordinamento tra le due discipline.

C'è, tuttavia, chi ritiene che all'ammissibilità di fusione eterogenea poteva darsi risposta affermativa anche prima della riforma del diritto societario, sia perché la giurisprudenza si era rivelata possibilista sul punto, sia perché, sotto il profilo concreto, si sono spesso verificate ipotesi di incorporazioni di società controllate totalitariamente in fondazioni.¹⁷

Un altro aspetto su cui occorre soffermarsi è l'abolizione del divieto di partecipazione alla fusione delle società soggette a procedure concorsuali (art. 2501).

Già con il d.lgs 22/1991 di attuazione della III direttiva CEE, si era integrato il testo originario dell'art. 2501 con l'aggiunta di un secondo comma, con l'intento di risolvere problemi già da tempo discussi in ordine alla partecipazione alla fusione di società che versino in particolari condizioni; si era, così, vietata la fusione di società sottoposte a procedure concorsuali, nonché delle società in stato di liquidazione che avessero già iniziato la distribuzione dell'attivo.

Con la riforma del 2003 si modificò ulteriormente il testo dell'art. 2501 abolendo il divieto di partecipazione all'operazione da parte delle società soggette a procedure concorsuali.

La precedente limitazione, infatti, non era pienamente giustificata se si analizzava la fusione come ristrutturazione dell'impresa con lo scopo di risanare e superare la crisi, soprattutto in procedure a carattere conservativo o di risanamento; considerazione, questa, che molti autori fecero prima della riforma e che trova oggi nuove prospettive di soluzione.¹⁸

¹⁷ ZOPPINI, *Fusione eterogenea per incorporazione e riforma del diritto societario: parere pro veritate*, in *Riv. notariato*. 2004, III, p. 1281.

¹⁸ Sul punto DE ANGELIS, *Le operazioni di trasformazione, fusione e scissione nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. società* 2002, p. 41 ss.

Perdura, invece, il divieto, per le fusioni coinvolgenti società azionarie, alla partecipazione alla fusione da parte di società in liquidazione che abbiano già iniziato la distribuzione dell'attivo.

La *ratio* del divieto deve essere individuata nella volontà del legislatore di escludere dall'operazione straordinaria una società ormai irrimediabilmente depauperata perché ha iniziato a disfarsi dei propri beni aziendali.

Il divieto di partecipazione all'operazione dopo avviata la distribuzione dell'attivo è da assumersi, quindi, in modo rigoroso. In questa prospettiva si è ad esempio precisato che esso non possa essere superato neppure attraverso la revoca dello stato di liquidazione.

Per converso, ove non abbia avuto ancora inizio la ripartizione dell'attivo, la società in liquidazione può, comunque, accedere alla fusione con una o più società, sia in posizione di incorporante, che in posizione di incorporata.

La disciplina in esame nulla dispone, neppure in seguito alla recente riforma, in relazione alla controversa partecipazione alla fusione da parte di società irregolari.

L'inammissibilità della relativa fusione era stata dichiarata dalla Suprema Corte già prima dell'intervento del 1991, per l'impossibilità di seguire, vista l'irregolarità della società, gli adempimenti pubblicitari disposti per gli atti del procedimento di fusione a tutela dei terzi.¹⁹

Per quanto riguarda le società semplici si è, invece, prospettata una soluzione affermativa.

Rispetto a tali società, va ricordato, con riferimento al testo del 1991, era stata ritenuta inammissibile la partecipazione alla fusione, vista anche in questo caso, l'ineseguitività delle prescrizioni di pubblicità degli atti dell'operazione.

Tale ostacolo è stato ormai completamente rimosso, a seguito della previsione dell'iscrizione anche delle società semplici in apposita sezione speciale del registro delle imprese, avente efficacia dichiarativa.

¹⁹ In dottrina di questo avviso è SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442 ss, sul presupposto che " la disciplina vigente degli artt. 2501 ss. è impostata sull'ineludibile adempimento (da parte di tutte le società partecipanti) della pubblicità nel registro delle imprese".

In secondo luogo, all'art. 2502 in tema di decisione in ordine alla fusione, viene fatto espresso riferimento al modo in cui l'approvazione deve avvenire nelle società di persone.

Ancora più esplicito è, infine, il riferimento testuale contenuto nell'attuale art. 2502 *bis*, ove si prescrive il deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese della decisione di fusione delle società previste nei capi II, III e IV, con ciò includendo espressamente la società semplice e, perciò, positivamente riconoscendone la possibilità di accesso all'operazione.²⁰

5. Tipi di fusioni semplificate e forme di semplificazione

Nel recepimento delle direttive comunitarie 78/855/CEE e 82/891/CEE il legislatore ha introdotto tre specifiche ipotesi di fusione semplificata.

L'ipotesi di fusione semplificata nel caso in cui partecipino società il cui capitale non sia rappresentato da azioni, l'incorporazione di società interamente posseduta e l'incorporazione di società posseduta al novanta per cento.

a) La prima ipotesi è quella disciplinata dall'art. 2505 *quater*, che introduce un procedimento semplificato per quanto riguarda le fusioni a cui partecipino società il cui capitale non sia rappresentato da azioni.²¹

Le semplificazioni che l'art. 2505. *quater* apporta possono essere così riassunte²²:

- i. Nessuna preclusione alla fusione per le società in liquidazione (art. 2501), anche dove sia iniziata la distribuzione dell'attivo;

²⁰ PERRINO, *Sub artt. 2501, 2501 bis, 2501 ter, 2501 quater, 2501 quinquies, 2503, 2503 bis*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, III, Napoli 2004, p. 1967.

²¹ Secondo la testuale previsione dell'art. 2504 *quater*, è sufficiente che alla fusione partecipi una sola società con capitale rappresentato da azioni per escludere l'applicabilità della disciplina di semplificazione.

²² ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637; PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. società*, 2003, p. 507; SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889.

- ii. Nessun limite alla misura del conguaglio in denaro, che potrà, quindi, essere anche superiore al tetto del dieci per cento del valore nominale delle azioni o quote assegnate (art. 2501 *ter*);
- iii. Possibile rinuncia alla relazione degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio (art. 2501 *sexies*) con il consenso unanime dei soci delle società partecipanti;
- iv. Riduzione a metà dei termini (precisamente quello che intercorre tra progetto e decisione, quello del deposito degli atti e, infine, quello intercorrente fra decisione e attuazione della fusione).

Riguardo alle prime due forme di semplificazione, si può notare come la semplificazione incida non tanto sul procedimento, ma sulla fattispecie stessa della fusione, cioè sulla configurazione di un sottotipo di fusione, quello di società non azionarie.

La norma stabilisce che l'accesso alla fusione viene consentito, alle società non azionarie, anche in presenza di una parziale liquidazione dei singoli rapporti di partecipazione.

La *ratio* della norma è, infatti, quella di facilitare le operazioni di fusione nel caso di partecipazioni di società non azionarie, anche dopo l'inizio della ripartizione dell'attivo (in deroga alla disciplina generale); e prevedere l'attribuzione di una somma di denaro superiore al dieci per cento delle quote assegnate.

Per quanto concerne, invece, la terza forma di semplificazione si introduce la possibilità di rinunciare alla relazione sul rapporto di cambio, redatta dall'esperto, in presenza del consenso unanime dei soci.

Il motivo che ha spinto ad una tale decisione si ravvisa nella considerazione che tale adempimento sia da un lato superfluo, laddove le compagini sociali delle società partecipanti siano unanimemente d'accordo nel decidere le condizioni del concambio, dall'altro costoso in termini di tempo e denaro.

I dubbi maggiori riguardano però il metodo e il momento in cui tale consenso viene a formarsi.

Parte della dottrina²³ ritiene che il consenso si debba acquisire prima della decisione di fusione in quanto la relazione degli esperti deve essere depositata presso la sede della società prima della data di riunione in cui si delibera il progetto di fusione.

L'acquisizione dei consensi deve essere verbalizzata in modo da esentare gli amministratori da qualsiasi tipo di responsabilità, rendendo preferibile, qualora un socio non potesse o volesse parteciparvi far pervenire una dichiarazione scritta in tal senso.

Infine, l'ultima semplificazione prevede la riduzione a metà dei termini.

Viene così ridotto a quindici giorni il termine che intercorre tra l'iscrizione del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione; è ridotto da trenta a quindici giorni il termine durante il quale gli atti devono restare depositati in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione; infine, è ridotto ad un mese il termine che deve intercorrere tra l'ultima delle iscrizioni nel registro delle imprese delle decisioni di fusione e l'attuazione della fusione.

La *ratio* è facilmente ravvisabile nella necessità di evitare un costo derivante da procedimenti troppo lunghi per quelle società di piccole dimensioni che hanno un numero ristretto di soci e di creditori.

b) La seconda ipotesi di fusione semplificata è quella disciplinata dall'art. 2505, che prevede l'incorporazione di società interamente posseduta.

Tale ipotesi in realtà risultava già presente prima della riforma del 2001, nel d.lgs 22/1991.

L'art. 2505 sancisce infatti la disapplicazione dell'art. 2501 *ter*, comma primo, numeri 3), 4), 5) e degli artt. 2501 *quinquies* e 2501 *sexies*.

La semplificazione consiste quindi nell'eliminazione dal progetto di determinate informazioni quali il rapporto di cambio, la data partendo dalla quale le azioni partecipano agli utili, modalità di assegnazione di tali azioni ai soci e nella possibilità di esclusione dell'obbligo di redigere la relazione degli esperti e di quella degli amministratori.

²³ SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889; ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637.

A questo proposito occorre precisare che, nel caso di incorporazione di società interamente posseduta avvenuta tramite indebitamento, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima venga a costituire la garanzia generica del creditore o la fonte dei mezzi per il rimborso dei debiti, la disciplina in esame non può essere applicata e le suddette relazioni non possono essere omesse.

Inoltre, lo stesso articolo al secondo comma stabilisce, introducendo una novità, la possibilità che la decisione venga presa dall'organo amministrativo e non da quello assembleare, nel caso in cui nello statuto o nell'atto costitutivo sia presente una clausola che permetta tale spostamento di competenza; viene prevista, però, la possibilità, per i soci dell'incorporante che detengono il cinque per cento delle azioni, di ottenere che la decisione in merito alla fusione venga presa dai soci.

Con il d.lgs n. 123 del 2012 si è, inoltre, stabilito, che in questo caso il progetto di fusione possa essere sprovvisto di alcune informazioni stabilite nell'art. 2501 *ter* al comma primo; si potrà redigere, cioè, un progetto semplificato.

A questo riguardo si tratta di capire quali sono le ragioni che hanno spinto il legislatore a prevedere questa diversificazione.

Si può rilevare come il primo obiettivo raggiunto sia quello della celerità, vengono eliminati, infatti, importanti adempimenti che, tuttavia, sono considerati superflui nel caso in esame.

È facilmente comprensibile che se una società è interamente posseduta dalla incorporante, non vi sia alterazione, in seguito alla fusione, delle reciproche partecipazioni dei soci e viene meno, quindi, la necessità di fissare il rapporto di cambio. Lo stesso discorso può essere fatto in merito alla relazione degli amministratori e degli esperti.

La disciplina in esame risulta essere però lacunosa sotto due profili.

Un primo problema posto dalla dottrina è quello che riguarda il momento in cui l'incorporante debba detenere quel possesso totalitario che giustifica l'applicazione della norma in esame.

Nel silenzio del legislatore sono state prospettate diverse opinioni dottrinali che possono essere distinte in tre filoni; per il primo è il periodo anteriore al deposito del progetto di fusione, per il secondo è il periodo intermedio tra tale deposito e la data dell'assemblea che delibera sulla fusione, per il terzo è il periodo successivo alla delibera assembleare ma prima che venga data esecuzione alla decisione.

La dottrina maggioritaria, ritenendo che tale possesso dovesse sussistere al momento della decisione assembleare solo nel caso in cui fosse il giudice a valutare la sussistenza di tutti gli elementi, sostiene che tale possesso possa formarsi fino al momento della stipula dell'atto di fusione.²⁴

Un'altra importante questione che ha interessato dottrina e giurisprudenza è quella che riguarda la possibilità dell'applicazione analogica, delle semplificazioni esaminate, a fattispecie diverse da quella legale, per esempio nel caso di fusione tra società possedute dal medesimo socio o da più soci nelle medesime proporzioni, oppure nel caso di fusione inversa, o ancora nel caso di fusione tra tre o più società il cui capitale sia posseduto direttamente o indirettamente dalla incorporante.

Il dibattito verteva da un lato, sulla possibilità di esonero degli adempimenti in materia di determinazione e illustrazione del rapporto di cambio e, dall'altra sulla possibilità di trasferire la competenza sulla decisione all'organo amministrativo.

Per quanto riguarda il primo aspetto non sembra sollevare particolari problemi l'assenza del rapporto di cambio ove questo risulti inutile per la presenza, per esempio, di un solo socio per entrambe e cioè, in tutti quei casi, dove è possibile ravvisare la stessa *ratio* dell'ipotesi di fusione espressamente stabilita.

Questa tesi maggioritaria²⁵, sembra però essere criticata da chi ritiene che, in presenza di compagini sociali identiche nell'incorporata e nell'incorporante, la decisione di lasciare invariato il capitale nominale della prima sarebbe suscettibile di arrecare pregiudizio ai creditori.²⁶

Per quanto riguarda il secondo punto, invece, sussistono maggiori dubbi.

La cautela sembra derivare dal fatto che la decisione di fusione sul rapporto di partecipazione sociale e sulla modificazione o gestione di questo rapporto spetta, di

²⁴ ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637; D'ANGELO, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, artt. 2484-2641, Torino, 2010.

²⁵ ATLANTE, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007; SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889; MICCOLI, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, III, in *Società a responsabilità limitata, Liquidazione, Gruppi, Trasformazione, Fusione, Scissione*, Artt. 2462-2510, Torino 2003, p. 470.

²⁶ App. Bologna 11.11.1997, in *Giur.it*, 1998, P.961.

norma, ai soci; si deve perciò concludere che lo spostamento di tale competenza in capo agli organi amministrativi debba essere assolutamente eccezionale.

La disciplina, quindi, può essere applicata ma sempre ove sussistano i limiti previsti per quella generale e sempre ove sia pacifica la possibilità di tutelare la minoranza ovunque questa sia presente.

6. In particolare la fusione semplificata di società posseduta al novanta per cento

Una delle maggiori novità della riforma è l'introduzione dell'art. 2505 *bis*, in attuazione dell'art. 27 della direttiva comunitaria n. 78/855/CEE, che prevede un procedimento semplificato nel caso di incorporazione di società posseduta al novanta per cento; procedimento semplificato che ha subito delle modifiche con il d.lgs n.123 del 2012, in seguito all'attuazione della direttiva 2009/109/CE .

Prima di passare all'esame della procedura, però, occorre dare voce ad una serie di dubbi che emergono dalla lettura della norma.

Anzitutto un problema che si pone è quello dell'individuazione della tipologia di azioni o quote che concorrono al raggiungimento della soglia del novanta per cento, e del momento in cui tale possesso qualificato debba sussistere.

Per quanto riguarda la tipologia delle azioni o quote che concorrono al raggiungimento della soglia richiesta dalla norma, non pare possano esserci problemi interpretativi; infatti, nonostante il silenzio del legislatore, l'art. 27 della III direttiva CEE, riferendosi alle società con capitale rappresentato da azioni, parla di titolarità delle azioni e degli altri titoli che conferiscono diritto di voto nell'assemblea generale.²⁷

²⁷ MICCOLI, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, III, in *Società a responsabilità limitata, Liquidazione, Gruppi, Trasformazione, Fusione, Scissione, Artt. 2462-2510*, Torino 2003, p. 470.

In linea di principio secondo una lettura più estensiva, si ritiene che siano rilevanti a tal fine sia le azioni con diritto di voto, sia le azioni senza diritto di voto o con voto limitato; secondo un'interpretazione più restrittiva, invece, si deve tener conto solo delle azioni con diritto di voto nell'assemblea, dovendosi poi verificare se siano computabili le azioni a voto limitato o condizionato.²⁸

Il problema in esame può essere riferito anche agli strumenti finanziari, limitando la loro rilevanza in proposito, sempre in applicazione della direttiva comunitaria e, sempre nel silenzio del legislatore, al caso in cui questi conferiscano diritto di voto.

Per quanto riguarda invece il problema dell'individuazione del momento in cui sia richiesto il suddetto possesso qualificato, ci si chiede se questo debba essere ricondotto al deposito dell'atto di fusione, anche dopo tale momento ma prima della decisione, oppure in un momento successivo alla stessa delibera di approvazione.

Sembrerebbe preferibile, a tal proposito, la soluzione che ritiene sufficiente che il possesso si realizzi prima del perfezionamento della fusione, aggiungendo, inoltre, che questo debba permanere fino al momento della stipulazione, in modo da giustificare l'applicazione delle semplificazioni dettate dalla norma.²⁹

Conseguentemente, una volta depositato il progetto o deliberata la fusione, il detto possesso qualificato non può in ogni caso venire meno sino a che l'atto di fusione non viene stipulato ed iscritto, poiché, solo in seguito a tali eventi, si producono gli effetti modificativi generati dall'operazione.

6.1. Presupposti soggettivi

²⁸ Sul punto si veda SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442, il quale pone il dubbio se, ai fini della percentuale indicata, debbano computarsi le azioni con diritto di voto limitato a determinati argomenti o subordinato al verificarsi di particolari condizioni. L'Autore ipotizza per le prime di operare delle distinzioni a seconda dei casi (per esempio nel caso di delibere di approvazione del bilancio), per le seconde l'inclusione nel calcolo solo al verificarsi della condizione.

²⁹ BRODASCA, *Sub art. 2505 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 997.

Un aspetto su cui occorre prestare attenzione è quello che riguarda l'estensione della disciplina a circostanze non espressamente richiamate dalla legge.

Ci si chiede, quindi, se la disciplina dell'art. 2505 *bis* possa essere applicata al caso in cui sia l'incorporata a detenere il novanta per cento delle quote o azioni dell'incorporante (fusione inversa), a quello in cui la fusione avvenga mediante costituzione di una nuova società (fusione in senso stretto) e al caso in cui il novanta per cento delle quote o azioni non sia detenuto direttamente bensì tramite società fiduciaria o interposta persona.

Per quanto riguarda quest'ultima ipotesi, la dottrina prevalente³⁰ non sembra avere difficoltà nell'ammettere, in virtù del dettato comunitario, l'applicabilità di tale disciplina nel caso in cui il possesso qualificato si formi indirettamente.

La direttiva comunitaria, infatti, prevede espressamente tale fattispecie tra quelle "agevolabili" attraverso le semplificazioni previste dalla norma in esame, anche se questa non prende espressamente posizione sul punto.

Ed è proprio questo silenzio che ha indotto alcuni autori³¹ ad escludere che il possesso solo indiretto del novanta per cento della incorporanda consenta la fruizione delle semplificazioni previste dall'art. 2505 *bis*.

Per quanto concerne le altre ipotesi l'applicabilità della norma in esame dovrà essere valutata caso per caso; infatti, a differenza dell'art. 2505, nel caso in esame esiste un dieci per cento di soci che sono terzi rispetto all'incorporante e che sono portatori di un interesse che deve essere tutelato attraverso la determinazione del rapporto di cambio. Il principale argomento, che aveva indotto all'applicazione analogica dell'art. 2505 ad ipotesi simili, era l'inutilità di tale informazione, e nella fattispecie in esame, come si è visto, questo non è possibile.

Inoltre, qualora l'operazione di fusione consegua ad una acquisizione con indebitamento, la dottrina maggioritaria³² esclude l'applicazione delle semplificazioni

³⁰ BRODASCA, *Sub art. 2505 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 997; D'ANGELO, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, *artt. 2484-2641*, Torino, 2010.

³¹ SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442 ss.

procedurali previste; in particolare si ritiene che, né la relazione degli amministratori, né la relazione degli esperti, possano essere omesse.

6.2. Il procedimento

Prima di passare all'analisi del procedimento semplificato occorre richiamare, per completezza di esposizione, il procedimento ordinario, in modo da mettere in risalto quali conseguenze le semplificazioni abbiamo comportato.

Come si è già osservato in precedenza, il procedimento di fusione ha inizio con la stesura del progetto di fusione da parte degli amministratori delle società partecipanti; progetto che deve contenere una serie di informazioni stabilite dall'art. 2501 *ter* e tra cui spicca il rapporto di cambio.

Il progetto deve essere, inoltre, accompagnato da tre documenti:

- i. la situazione patrimoniale delle società (art. 2501 *quater*);
- ii. la relazione degli amministratori, che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione, con particolare attenzione al rapporto di cambio delle azioni o quote, del quale devono essere indicati i criteri di determinazione (art. 2501 *quinquies*);
- iii. la relazione degli esperti, i quali dovranno vagliare in modo imparziale la congruità del concambio, indicandone metodi ed eventuali problemi di valutazione (art. 2501 *sexies*).

³² Di questo avviso: D'Angelo, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, *artt. 2484-2641*, Torino, 2010; BRODASCA, *Sub art. 2505 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 997; SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889; TAMBURINI, *Sub artt. 2503, 2505 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, IV, *Artt. 2498-2548*, Padova, 2005, p. 2553.

Questa base informativa, come si è già ricordato,³³ sarà utile sia ai soci, sia ai terzi, i quali decideranno che posizione prendere nei confronti dell'operazione straordinaria. In questo quadro si inseriscono le semplificazioni procedurali previste per l'incorporazione di società posseduta al novanta per cento, introdotte, dapprima, con il d.lgs n. 6 del 2003 e, successivamente, parzialmente modificate con l'emanazione del d.lgs n. 123 del 2012.

Inizialmente erano previsti:

- L'eliminazione dell'obbligo di redigere la relazione degli esperti, a condizione che sia concesso ai soci di minoranza dell'incorporata, il diritto di far acquistare dall'incorporante le partecipazioni da essi detenute, ad un prezzo determinato in base ai criteri previsti per il recesso;
- La facoltà dell'incorporante di adottare la decisione di fusione con delibera del consiglio di amministrazione anziché dell'assemblea con il diritto per i soci che detengono almeno il cinque per cento di riportare la competenza in mano all'organo sociale. Tale facoltà viene esclusa per le incorporate.

Con il d.lgs 123/2012 il legislatore ha successivamente introdotto un'ulteriore semplificazione, ha stabilito che all'operazione non si dovessero applicare le norme sulla situazione patrimoniale, quella sulla relazione dell'organo amministrativo e quella sulla relazione degli esperti; ciò a condizione che agli altri soci si offra il diritto di far acquistare le proprie azioni dalla società per un corrispettivo determinato alla stregua degli stessi criteri previsti per il recesso.

Anzitutto bisogna rilevare che, nel caso in esame, non si poteva, inizialmente, prescindere dalla relazione degli amministratori.

Infatti, la categoria dei soci di minoranza necessita di una maggiore tutela, tutela che si esplica attraverso la fissazione di un rapporto di cambio il cui procedimento di determinazione richiede di essere illustrato e motivato dagli amministratori.

³³ Paragrafo 2.

Invece, per quanto riguarda la relazione degli esperti, come si è detto, questa doveva essere allegata solo qualora non fosse concesso ai soci di minoranza di vendere le proprie azioni o quote all'incorporante per un valore da determinarsi in base ai medesimi criteri stabiliti per il recesso.

Successivamente ci si è allontanati da tale previsione stabilendo l'omissione, non solo della relazione degli esperti, ma anche di quella degli amministratori, sempre alla condizione che venga concesso ai soci il diritto di vendere le proprie partecipazioni, secondo un valore da determinarsi in base ai medesimi criteri stabiliti per il recesso.

Una volta stabilito che intendano usufruire di tale possibilità, nulla il legislatore dice in merito alla modalità di informazione dei soci, nonché ai termini per l'esercizio del diritto di vendita e per la liquidazione della partecipazione.

Alcuni di questi problemi potrebbero essere risolti facendo riferimento alla disciplina del recesso, all' art. 2473, sebbene il rinvio a tale disciplina sia operato letteralmente solo per il corrispettivo.

Quanto al problema di come i soci debbano venire informati, si ritiene che dovrebbe trovare applicazione anche in questo caso la disciplina del recesso laddove prevede l'obbligo di valutazione anticipata; secondo qualche autore³⁴, infatti, sarebbe opportuno che siano lo stesso progetto di fusione e la relazione degli amministratori ad indicare, non solo i tempi e i modi con cui i soci potranno scegliere eventualmente di vendere le proprie partecipazioni, ma anche il corrispettivo offerto dalla incorporante. Ciò consentirebbe ai soci di effettuare in tempo utile le loro valutazioni di convenienza sulla scelta se esercitare o meno il diritto di uscita dalla società.

Il socio che intende esercitare il diritto di recesso dovrà, mediante lettera indirizzata alla società, indicare le sue generalità, il domicilio, il numero e la categoria di azioni oggetto della vendita.

Le azioni dovranno essere opportunamente depositate presso la sede della società per evitare che siano cedute a soggetti terzi da quelli che sono impegnati nell'acquisto.

³⁴ BRODASCA, *Sub art. 2505 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 997.

Verrà poi stipulato un atto di cessione o, qualora si tratti di titoli, realizzato il trasferimento degli stessi.

Il progetto di fusione, quindi, oltre a prevedere le modalità di esercizio del diritto di vendita e il corrispettivo offerto, dovrà prevedere e disciplinare il termine entro il quale i soci di minoranza potranno manifestare l'adesione all'opzione di vendita che è stata loro concessa; tale termine dovrà essere congruo al fine di non vanificare la tutela. Facendo riferimento alla disciplina del recesso questo non dovrà essere, quindi, inferiore ai quindici giorni successivi all'iscrizione della deliberazione di fusione dell'incorporata nel registro delle imprese.

Occorre, a questo punto, fare una considerazione.

I soci possono avere interesse, al fine di decidere se esercitare o meno il diritto di exit, a conoscere le informazioni presenti nelle relazioni, relazioni che, come si è visto, possono essere omesse.

Si è perseguita, quindi, sicuramente un'esigenza di celerità e speditezza del procedimento affievolendo, però, un diritto, quello all'informazione, fondamentale per i soggetti esterni al gruppo di comando.

L'altra semplificazione prevista concerne la possibilità che la relativa decisione venga presa dall'organo amministrativo o dal consiglio di sorveglianza della società, salvo la richiesta di decisione secondo le regole ordinarie da parte dei soci rappresentanti almeno il cinque per cento del capitale.

La *ratio* risiede nel fatto che si ritiene che gli amministratori abbiano una maggior consapevolezza di una eventuale esigenza organizzativa in capo alla società.³⁵

Tuttavia la disposizione consente solo all'incorporante di attuare tale spostamento e solo qualora lo preveda un'apposita clausola nello statuto; è evidente, infatti, come l'incorporazione di una società posseduta in misura così ampia abbia una valenza di mera organizzazione interna al gruppo; ciò in maniera diversa da quanto accade, invece, per l'incorporata nella quale la decisione dovrà essere inderogabilmente

³⁵ D'ANGELO, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, *artt. 2484-2641*, Torino, 2010.

assunta dall'assemblea dei soci, essendo presente in capo a quest'ultima una volontà terza rappresentata appunto dai soci di minoranza.³⁶

I soci di minoranza risultano, infatti, esterni non solo al governo del gruppo ma, di regola, al gruppo stesso.

A costoro il significato di riorganizzazione del gruppo, che l'operazione presenta, può risultare del tutto estraneo in quanto assume, al contrario, il valore di riorganizzazione dell'investimento.

Per tale motivo, la legge esclude quello spostamento di competenza, dai soci all'organo amministrativo, che rafforzerebbe le istanze del gruppo, e di chi lo governa, rispetto a coloro, i soci di minoranza, che si limitano a finanziarlo.³⁷

³⁶ L'art. 8 della III direttiva autorizzava la rinuncia ad una decisione di assemblea generale della società incorporante anche nell'incorporazione di società del tutto indipendenti, salvo sempre il diritto dei soci rappresentanti almeno il cinque per cento del capitale di chiedere la deliberazione assembleare.

Nel Rapporto finale del *High Level Group of Company Law Experts* europeo circa i necessari ammodernamenti del diritto societario, infatti, si pone quale istanza prioritaria quella di un alleggerimento delle formalità richieste per le incorporazioni, anche e soprattutto quanto alla possibile e meno limitata deroga alla competenza assembleare; adducendo in tal senso il rilievo secondo cui spesso una fusione per incorporazione non differisce molto, dal punto di vista economico, da una normale acquisizione implicante assunzione di debiti.

³⁷ FERRI JR, GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum per G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa, Portale, IV, Torino, 2007, p. 231.

II. Interesse sociale e interessi dei soci estranei al gruppo di comando

1. Semplificazione e tutela degli interessi nei principi della riforma

La riforma del diritto societario del 2003, come si è precedentemente richiamato, in ordine alla fusione, si ispirava a due importanti principi: quello della celerità nello svolgimento dei procedimenti e quello della continuità dell'attività d'impresa; l'obiettivo era di ottenere una più adeguata forma organizzativa che permettesse una maggiore competitività imprenditoriale sia a livello europeo, sia a livello globale.

A più riprese, infatti, la legge delega fa riferimento alla centralità dell'impresa, alla libertà e all'autonomia dei privati.

Si è anche rilevato³⁸, però, come a tale valorizzazione dovesse corrispondere una tutela degli interessi esterni, diversi rispetto a quello sociale, riconducibili a tutti quei soggetti che dall'operazione di fusione possono subire degli effetti reali.

L'introduzione delle semplificazioni nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento si inserisce appunto in questo quadro; da una parte la riorganizzazione del gruppo, dall'altra la tutela dei soci di minoranza, portatori del dieci per cento residuale, nonché dei creditori e dei possessori di strumenti finanziari.

L'analisi proseguirà, quindi, con la descrizione di queste posizioni e del perché necessitino di una tutela maggiore, o comunque differenziata.

2. La posizione e le tutele dei soci di minoranza

La prima categoria di soggetti che subisce degli effetti dal procedimento di fusione in esame è quella dei soci di minoranza, di quel dieci per cento che si trova a dover affrontare le conseguenze di una riorganizzazione strutturale sulla quale non ha potere decisionale.

Per analizzare la posizione di tali soggetti occorre verificare quali siano gli adempimenti formali che il legislatore ha concesso di omettere, dapprima nella riforma del 2003 (d.lgs n.6) e successivamente nel decreto del 2012 (d.lgs n.123).

Il primo intervento, quello che ha introdotto l'ipotesi semplificata dell'art. 2505 *bis* nel nostro ordinamento, ha stabilito, come si è già ricordato:

³⁸Si veda tra i tanti: Afferni, *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. Comm.* 2009, I, p. 189; FIUME, *La differenza da fusione: attualità e prospettive*, in *Riv. dottori comm.*, 2008, p. 713 ss; FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.* 2003, I, p. 728.

- l'eliminazione della relazione degli esperti (solo dove venga concesso ai soci di minoranza la possibilità di vendere le azioni o quote ai medesimi criteri previsti per il recesso);
- lo spostamento della competenza decisionale all'organo amministrativo, solo per l'incorporante, e con la possibilità che il cinque per cento dei soci chieda che la decisione venga presa dall'assemblea.

Non era, quindi, possibile omettere la relazione degli amministratori, nonostante la direttiva comunitaria consentisse questa opzione agli stati membri; il motivo posto alla base di questa scelta risiedeva nel fatto che tale relazione doveva illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione con particolare attenzione al rapporto di cambio delle azioni o quote, indicandone i criteri di determinazione, informazioni che dovevano essere note in presenza dei soci di minoranza.

La relazione degli esperti poteva, invece, essere omessa.

Tale omissione non era, tuttavia, incondizionata.

Infatti, affinché la redazione della relazione di stima da parte degli esperti potesse essere omessa dalle società partecipanti alla fusione, era necessario che venisse riconosciuto ai soci di minoranza della società incorporata il diritto di vendere le loro azioni o quote alla società incorporante per un valore da determinarsi secondo i medesimi criteri applicabili in caso di esercizio del diritto di recesso.

Si è cercato quindi di conciliare le istanze di semplificazione della procedura con l'interesse dei soci possessori del residuo dieci per cento del capitale sociale, i quali sarebbero potuti essere in disaccordo con l'operazione proposta.

L'omissione della relazione degli esperti poteva impedire ai soci di minoranza di valutare in modo completo la fusione, tuttavia, il legislatore invece di rinunciare completamente alla semplificazione, sulla linea delle direttive comunitarie, ha subordinato la suddetta omissione al riconoscimento alla detta minoranza di un diritto di *exit* ad un prezzo favorevole, quanto più possibile corrispondente al valore effettivo dei titoli.

Parte della dottrina ha, a tal proposito, rilevato come i criteri di quantificazione del valore delle azioni stabiliti in base alla disciplina del recesso, nonostante fossero meno

penalizzanti di quelli previsti precedentemente alla riforma, sarebbero potuti comunque risultare inadeguati allo scopo.

Infatti, tra i parametri utilizzati per determinare il valore delle azioni o quote, viene richiamato quello delle prospettive reddituali che risultano certamente influenzate dall'operazione della fusione e, più in particolare, dalle scelte compiute dagli amministratori.³⁹

Si è in altri termini rilevato il rischio che l'interesse dei soci di minoranza potesse essere regolato secondo l'intendimento dal gruppo di comando.

Inoltre, è stato posto in evidenza come tale meccanismo potesse essere uno strumento utilizzato dagli amministratori, espressione della maggioranza, per indurre i soci di minoranza ad abbandonare la società.

I soci di maggioranza della incorporante, infatti, avrebbero potuto favorire la determinazione di un rapporto di cambio talmente sfavorevole da indurre, di fatto, i detentori del residuo dieci per cento del capitale sociale della incorporata, ad esercitare il diritto di vendere le proprie azioni ai soci dell'incorporante.⁴⁰

Questo rischio poteva essere ridotto, e il potere della maggioranza arginato dalla circostanza per la quale rimaneva fermo l'obbligo per gli amministratori di redigere la relazione, relazione che doveva indicare i criteri giuridici ed economici per la determinazione del rapporto di cambio.

Si evitava in questo modo un'assoluta arbitrarietà nelle scelte dettata dalla mancanza della relazione degli esperti.

Il legislatore aveva previsto, inoltre, un'ulteriore semplificazione: lo spostamento della competenza all'organo amministrativo solo per l'incorporante, nell'incorporata, invece, per i motivi già esposti in precedenza, la decisione doveva essere tassativamente assunta dall'assemblea dei soci.

Anche in questo caso la norma era orientata a tutelare la minoranza presente nell'incorporata.

³⁹ SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442.

⁴⁰ D'ANGELO, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, artt. 2484-2641, Torino, 2010.

Inoltre, in assenza di un riferimento alla situazione patrimoniale, si riteneva che questa dovesse essere inderogabilmente depositata nella sede della società.

L'intervento del legislatore nel 2012, con il d.lgs 123, si inserisce in questo quadro.

Gli adempimenti formali che la norma adesso concede di omettere, sempre nel caso di incorporazione di società posseduta al novanta per cento, sono la redazione e la pubblicazione della situazione patrimoniale, la relazione degli esperti e la relazione degli amministratori; questo purché venga riconosciuto alla minoranza il diritto di vendere le proprie azioni o quote ai medesimi criteri applicabili in caso di esercizio del diritto di recesso.

Una condizione già richiamata dal legislatore precedente, non più limitata al solo caso della relazione degli esperti, ma estesa alle altre ipotesi sopra menzionate.

Si può notare come venga a mancare in capo ai soci di minoranza una base informativa importante, fondamentale per decidere se vendere le proprie azioni oppure rimanere nella società accettando il cambio proposto.

La possibilità che questi soggetti si trovano davanti è, cioè, quella di valutare un'eventuale uscita dalla società senza sapere se la decisione opposta sarebbe potuta essere più vantaggiosa; le semplificazioni hanno avuto come conseguenza l'indebolimento del diritto all'informazione, diritto che sta alla base della tutela dei soci di minoranza.

Forse in quest'ottica, o forse per compensare le rinunce sopra elencate, è stata introdotta una novità, all'art. 2501 *quinquies*, che impone agli amministratori, a prescindere che si rediga o meno la relazione, di segnalare ai soci in assemblea e agli organi amministrativi delle altre società le modifiche rilevanti degli elementi in attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data in cui il progetto è stato depositato e la data della decisione.

3. La tutela dei soci di minoranza: criticità

Alla luce di quello che è stato detto pare che la tutela dei soci di minoranza invece di invigorirsi si sia indebolita.

In primis con la mancata predisposizione della situazione patrimoniale.

Tale documento risultava fondamentale nella valutazione della fusione; attraverso il suo esame i soci di minoranza potevano almeno capire se si trattava o meno di un'operazione vantaggiosa.

In secondo luogo con l'eliminazione dell'obbligo di redigere la relazione degli amministratori.

Come si è visto all'inizio della trattazione del capitolo, infatti, era l'unico documento che arginasse l'estremo potere degli amministratori e della maggioranza nel favorire l'uscita della minoranza, soprattutto in assenza della relazione degli esperti.

Partendo da queste considerazioni pare, quindi, che il legislatore sia intervenuto perseguendo sicuramente lo scopo della semplificazione ma senza affiancarlo ad un piano di tutele adeguato; si attenuano, infatti, le tutele interne alla società, dei singoli soci e delle minoranze, a vantaggio del gruppo di controllo.

La modernizzazione del diritto delle operazioni straordinarie, infatti, ha tutelato la libertà organizzativa senza affiancarvi una consapevole presa di posizione in ordine alla effettività della tutela degli interessi esterni⁴¹; prevalgono le esigenze e le ragioni dell'impresa-società.

Ci si è chiesti se il particolare favore dimostrato nei confronti dell'autonomia privata non avrebbe potuto coordinarsi meglio con i profili di tutela degli interessi in conflitto con essa.

L'impressione è che gli interventi siano orientati esclusivamente in favore della libertà dell'impresa e non offrano gli opportuni bilanciamenti.

Si può dire, quindi, che la nuova disciplina abbia raggiunto astrattamente l'obiettivo posto solo dove ai soggetti, il cui interesse venga coinvolto nelle operazioni in esame, sia riconosciuto il potere di ottenere una tutela effettiva delle proprie ragioni.

Nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento una delle categorie di soggetti che necessitano di maggiore attenzione e di maggiore tutela è quella dei soci di minoranza.

⁴¹ LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società* 2004, p. 1343 ss.

Infatti la società incorporata avrà al suo interno almeno un dieci per cento di azionisti che non appartengono al gruppo di controllo dell'incorporante e che, quindi, come è facile intuire, non possiedono voce in merito alla decisione di fusione.

Per questo motivo hanno bisogno di una tutela che garantisca loro la possibilità di vedere realizzati i propri interessi nonostante non abbiano forza contrattuale e siano soccombenti di fronte alla volontà della maggioranza.

In altre parole si vuole evitare che possano subire un pregiudizio da una riorganizzazione che non hanno voluto e che non possono evitare.

In linea con quanto stabilito per l'incorporazione di società integralmente posseduta, il legislatore ha introdotto nel 2003 con la riforma del diritto societario, e modificato nel 2012 con il d.lgs. n. 123,⁴² una serie di semplificazioni anche per il caso di incorporazione di società posseduta al novanta per cento.

Si è ritenuto che quest'ipotesi presentasse delle caratteristiche tali per cui si potessero evitare delle incombenze procedurali e documentali e accelerare così l'intero procedimento di fusione; sempre in virtù della valorizzazione dell'attività d'impresa si è ritenuto che, visto il controllo così ampio della incorporante (almeno il novanta per cento) fosse possibile ravvisare nella fusione una semplice riorganizzazione interna della società.

L'intento è, ancora una volta, quello di rendere più celere il procedimento in presenza di fattispecie che richiedono un minor grado di tutela, con il fine generale di favorire l'utilizzo di tale tipologia di operazioni straordinarie.

Questo discorso, però, per quanto potesse calzare benissimo nel caso di incorporazione di società integralmente posseduta, non poteva essere perfettamente in linea con l'incorporazione di società posseduta al novanta per cento; nel secondo caso, infatti, a differenza del primo, è presente una minoranza, minoranza che ha bisogno di essere tutelata, in modo da non vedere i propri interessi soccombere in favore di un interesse "sociale".

Analizzando la posizione degli azionisti di minoranza si può notare come venga ad essi offerta una possibilità: possono scegliere se far acquistare le loro azioni o quote dalla

⁴² D.lgs n. 6 del 2003; d.lgs n. 123 del 2012.

società incorporante per un corrispettivo determinato in base ai criteri previsti per il recesso oppure rimanere nella società in qualità di azionisti.

Nel caso in cui tale possibilità venga concessa, come si è precedentemente visto, non si applicano le disposizioni relative alla situazione patrimoniale, alla relazione degli amministratori e alla relazione degli esperti.

A questo punto l'elemento di fondamentale importanza e su cui occorre soffermarsi è la determinazione del rapporto di cambio.

Il rapporto di cambio è il "prezzo delle azioni o quote della società risultante dalla fusione".⁴³

Tale informazione è contenuta nel progetto, ma la giustificazione del metodo di determinazione di tale rapporto nonché la valutazione riguardo alla congruità del rapporto sono contenute rispettivamente nella relazione degli amministratori e nella relazione degli esperti.

Informazioni, queste, fondamentali per poter decidere se appare più conveniente vendere le proprie azioni all'incorporante, in base ai criteri stabiliti per il recesso, oppure esercitare il concambio e diventare azionista della nuova società.

In assenza di simili informazioni, l'azionista di minoranza si troverà in balia delle decisioni del gruppo di controllo, il quale potrà, tramite gli amministratori, stabilire un rapporto di cambio particolarmente sfavorevole per incentivare l'uscita del socio e irrobustire il controllo della nuova società; all'azionista di minoranza non sarà possibile controllare né il metodo di determinazione (essendo assente la relazione degli amministratori), né la congruità del rapporto (essendo assente il controllo esterno operato dagli esperti).

In una simile situazione gli interessi di questa categoria di soggetti sono tutt'altro che tutelati; la mancanza di informazioni non permette una decisione consapevole riguardo alla possibilità di esercitare o meno il diritto di *exit*.

Appare evidente come le semplificazioni adottate, nel caso di società integralmente posseduta, siano idonee allo scopo di celerità e non sollevino problemi relativi alla

⁴³ BERGAMASCHI, *Sulla congruità del rapporto del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche*, in *Riv. dottori comm.*, 2012, II, p. 295.

tutela; non essendo presente una minoranza, infatti, la determinazione del concambio è superflua, gli azionisti delle società partecipanti saranno i nuovi azionisti della società risultante.

Diverso discorso deve essere fatto, invece, nel caso di incorporazione di società posseduta al novanta per cento; la tutela della minoranza, infatti, si esplica sia attraverso il diritto all'informazione, sia attraverso l'esatta determinazione del rapporto di cambio.

Ma l'esatta determinazione del rapporto di cambio può essere valutata solo in presenza di tutte quelle informazioni che sono contenute nelle relazioni che il legislatore consente di omettere.

Ciò che viene sacrificato, quindi, è il diritto di informazione che spetta al socio, diritto fondamentale che permette al suo destinatario di valutare la possibilità o meno di rimanere nella società.

Si è tentato di conciliare con le istanze di semplificazione della procedura l'interesse dei soci possessori del residuo dieci per cento del capitale sociale; non si è, però, raggiunto lo scopo di tutela ma solo quello della semplificazione.

Come più volte è stato ribadito, l'attenzione del legislatore si è concentrata molto sull'interesse della società, e sulla valorizzazione dell'attività d'impresa, e poco sugli interessi diversi da quello sociale; questo ne è un esempio più che palese.

III. La tutela del credito nelle fusioni semplificate

1. Gli interessi dei creditori

La fusione incide profondamente sulla struttura delle società interessate ed è per questo motivo che essa può pregiudicare la posizione dei creditori; alla fine del procedimento, infatti, i due patrimoni verranno concentrati e, coloro che avevano un debito nei confronti di una sola delle società, si troveranno a concorrere tutti sullo stesso capitale.

La categoria dei creditori è, quindi, una categoria di soggetti che richiede forme adeguate di tutela e lo strumento utilizzato dal legislatore a questo scopo è l'opposizione, disciplinata dall'art. 2503:

“La fusione”, recita la norma, “può essere attuata solo dopo sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2502 *bis*”.

Per quanto riguarda gli interventi legislativi, la materia in esame è stata oggetto di riforma nel 2003; con il d.lgs del 2012, invece, la disciplina è rimasta inalterata mentre sono stati eliminati alcuni degli obblighi documentali spettanti agli amministratori, che hanno prodotto una minore informazione in capo ai creditori, ed è stata introdotta una nuova forma di pubblicità.

Prima di passare all'analisi di tale istituto, e delle conseguenze che questi provvedimenti hanno comportato bisogna, però, soffermarsi su una serie di temi dibattuti in dottrina e rimasti irrisolti a seguito della riforma.

In primo luogo si tratta di capire quale sia il fondamento dell'opposizione.

La legge, infatti, si limita a prevedere il diritto in capo ai creditori di fare opposizione, senza fornire alcuna indicazione circa i casi in cui questi possono farlo, e senza stabilire quale sia il presupposto in presenza del quale la domanda di opposizione deve essere accolta.

Come viene segnalato⁴⁴, nel silenzio della legge, prima della riforma, si erano formati due orientamenti.

Un primo orientamento, prevalente sia in giurisprudenza che in dottrina, riteneva che il fondamento dell'opposizione andasse ricercato nel pregiudizio arrecato dalla fusione alle ragioni dei creditori.

Bisognava, però, capire cosa si intendesse per pregiudizio e anche a questo proposito si profilavano diverse opinioni.

Quella maggioritaria intendeva il pregiudizio come la lesione della garanzia patrimoniale generica e lo identificava nell'insufficienza patrimoniale della società risultante dalla fusione; il pregiudizio, secondo questa impostazione risiedeva quindi

⁴⁴ CACCHI PESSANI, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 719.

nel concreto ed attuale rischio per il creditore di un affievolimento della possibilità di recupero del suo credito.

L'opinione minoritaria riteneva, invece, che il pregiudizio per i creditori dovesse individuarsi nella lesione della cosiddetta garanzia commerciale, consistente nella incapacità dell'impresa debitrice di dare regolare esecuzione al rapporto giuridico, cioè nella sua insolvenza; il fondamento dell'opposizione doveva essere valutato, quindi tenendo conto delle prospettive di gestione della società risultante dalla fusione e dall'incidenza sulla sua capacità di generare reddito nel futuro.

In questa prospettiva, l'opposizione tutelava l'interesse alla regolare esecuzione del rapporto contrattuale.

A questo primo e prevalente orientamento se ne contrapponeva un secondo che riteneva che il fondamento dell'opposizione fosse totalmente slegato dal pregiudizio arrecato dalla fusione e risiedesse nel principio generale dell'intangibilità della sfera giuridica altrui.

Come si è detto, il problema rimane irrisolto in seguito alla riforma, anche se si deve osservare che il legislatore ha introdotto due nuove disposizioni che possono aiutare nella risoluzione della diatriba.

La prima è quella dell'art. 2445, ultimo comma, in tema di riduzione del capitale sociale, che stabilisce che il tribunale possa autorizzare l'operazione, nonostante l'opposizione, se ritiene infondato il pericolo di pregiudizio nei confronti dei creditori⁴⁵; la norma si limita a dettare un criterio in funzione del quale il tribunale deve contemperare gli interessi del creditore da un lato, e delle società partecipanti dall'altro.

La seconda disposizione è l'art. 2503, primo comma, dove si consente di dare attuazione anticipata alla fusione se l'esperto incaricato della relazione sulla congruità

⁴⁵ Art. 2445, comma quarto: "Il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione". Il nuovo regime dell'invalidità della delibera incide indirettamente anche sulla disciplina dei creditori. Questi ultimi, infatti, attivando la procedura di cui al comma terzo dell'art. 2445 al fine di tutelare le proprie ragioni dal potenziale pregiudizio derivante dalla riduzione del capitale sociale, potrebbero far valere, nei limiti dei loro interessi, l'illiceità della deliberazione. Il tribunale potrà rendere eseguibile la delibera nonostante l'opposizione, anche senza imporre alla società la costituzione di alcuna garanzia, quando ritenga infondata l'istanza dei creditori. La valutazione del tribunale avverrà in sede cautelare.

del rapporto di cambio è una società di revisione, e se questa attesta che la situazione patrimoniale delle società partecipanti non rende necessarie garanzie a tutela dei creditori; alla luce di questa norma si potrebbe considerare rilevante il pregiudizio che può derivare ai creditori dalla lesione della “garanzia commerciale” sotto il profilo dell’incidenza della fusione sull’equilibrio finanziario ed economico della società debitrice, e sulla sua capacità di operare nel tempo, nell’ottica della continuità aziendale.

Come si può notare, nessuna di queste due norme risolve il problema; esse, però, sembrano dare rilevanza a quella opinione che riconosceva nel pregiudizio, e il pregiudizio inteso come lesione della garanzia commerciale, il fondamento dell’opposizione dei creditori.

1.1. Dalla pubblicità legale alla pubblicità nel web: l’informazione ai creditori

Appare opportuno analizzare la nuova disciplina in tema di pubblicità introdotta con il d.lgs 123/2012.

Come è stato già riportato, infatti, tale intervento introduce nel nostro ordinamento la possibilità che il progetto di fusione possa, in alternativa all’iscrizione nel registro delle imprese, essere pubblicato nel sito internet della società, con modalità atte a garantire la sicurezza del sito medesimo, l’autenticità dei documenti e la certezza della data di pubblicazione.

Il suo adempimento determina gli stessi effetti del deposito nel registro delle imprese, bisogna quindi soffermarsi sulle conseguenze che questa disposizione comporta.

Appare, a questo scopo, necessario, effettuare un confronto con il testo della direttiva⁴⁶, dalla quale il legislatore italiano si è discostato sotto due profili, almeno per quanto riguarda ciò che in questa sede è opportuno rilevare.

⁴⁶ Ciascuna società partecipante alla fusione è esentata dall’iscrizione nel registro delle imprese se, per un periodo continuativo avente inizio non più tardi di un mese prima del giorno fissato per l’assemblea generale in cui sarà stabilito il progetto di fusione e avente termine non prima della conclusione di detta assemblea, pubblica il progetto di fusione nel suo sito web, senza costi per il pubblico.

In primo luogo, la certezza della data di pubblicazione non è requisito previsto dalla direttiva, che dispone il divieto di imporre requisiti e limitazioni diversi da quelli necessari a garantire la sicurezza del sito web e l'autenticità dei documenti.

In secondo luogo non si è data alcuna attuazione alla previsione, contenuta nel dettato comunitario, relativa al link che rimanda al sito web.

Infatti la direttiva prescrive che “qualora sia usato un sito web diverso dalla piattaforma elettronica centrale⁴⁷, è pubblicato un riferimento in detta piattaforma che dà accesso a detto sito web, almeno un mese prima del giorno fissato per l'assemblea generale. Tale riferimento include la data di pubblicazione del progetto di fusione sul sito internet ed è accessibile al pubblico a titolo gratuito. Alle società non sono addebitati costi specifici per detta pubblicazione”.⁴⁸

La disposizione europea, che non ha trovato attuazione in Italia, risponde ad un'esigenza che ha ripercussioni nella pratica.

Moltissime società, infatti, posseggono siti destinati a promuovere i beni o servizi che la società produce, senza alcun riferimento alle vicende interne di organizzazione e gestione; una società, che non ne possedeva oppure in aggiunta ai siti esistenti, potrebbe addirittura crearne uno *ad hoc* alla vigilia della pubblicazione del progetto di fusione.

Il sito web è proposto come un'alternativa alla pubblicità presso il registro delle imprese; deve trattarsi, quindi, di un sito che possa essere individuato in modo univoco quale fonte di informazione in relazione ad una determinata società.

Per ovviare a questo problema la direttiva 2009/109/CE aveva previsto che il registro delle imprese potesse contenere un link di rimando al sito della società.

Questa norma avrebbe risolto il problema dell'incertezza e avrebbe attuato una vera e propria equiparazione tra le due modalità pubblicitarie.

⁴⁷ Per l'Italia il Registro delle Imprese.

⁴⁸ Può sorgere il dubbio che la direttiva intendesse imporre quest'obbligo nel caso di siti web designati ad hoc dagli stati membri (siti di associazioni di categoria o camere di commercio) e non in caso di sito web della società. Ma come si rileva (NASTRI, BECHINI, *Perduti nel web: pubblicazione del progetto di fusione nel sito internet della società*, in *Le Società*, 2012, p. 1035 ss) se è obbligatorio il link ad un sito, altrettanto obbligatorio deve ritenersi il link di rimando ad un sito privato.

In altri ordinamenti l'attuazione del dettato comunitario è avvenuta in questo senso, dando prova di una maggiore consapevolezza del problema in esame.

Nel Regno Unito gli amministratori debbono fornire i dettagli del sito al *Registrar* (Conservatore del Registro), il quale ne deve dare notizia in *Gazette* almeno un mese prima dell'Assemblea.

In Belgio è stato previsto l'inserimento di un link nel registro elettronico tenuto dalle cancellerie del tribunale di commercio.

In Spagna la disciplina stabilisce che la pagina web debba essere istituita con delibera dell'Assemblea, mentre la modifica, il trasferimento o la soppressione sono di competenza dell'organo amministrativo; ciascuna di queste vicende dovrà essere riportata sia nel *Registro Mercantil*, sia nel *Boletín Oficial*, senza questo procedimento qualsiasi pubblicità fatta nel sito sarà priva di rilevanza giuridica.

Al problema, che pare sia stato trascurato dal legislatore, si può cercare di dare una soluzione interpretativa per cercare di mantenere sia la semplificazione che l'equiparazione tra le due modalità pubblicitarie.⁴⁹

In primo luogo si può prevedere che, in fase di iscrizione dell'atto costitutivo della società, si indichi nello stesso oltre alla sede sociale anche il sito internet della società.

Il sito internet, a questo punto, sarà inserito in un atto iscritto nel registro delle imprese; ciò secondo un'interpretazione⁵⁰, renderebbe l'indicazione del sito internet opponibile ai terzi, rendendolo ufficiale.

Qualora, invece, si volesse dare pubblicità al sito di una società già iscritta nel registro delle imprese, si dovrebbe procedere attraverso una modifica formale dell'atto costitutivo, che deve essere iscritta, attraverso la quale inserire l'indicazione del sito internet.

Alla luce di quello che è stato detto, e vista la rilevanza che tale normativa assume in relazione al diritto all'informazione spettante ai soci e ai terzi, si ritiene auspicabile un intervento legislativo in tal senso.

⁴⁹ DEMURO, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione*, in Relazione dattiloscritta al convegno annuale di "Orizzonti del diritto commerciale", 2013.

⁵⁰ IBBA, *La pubblicità delle imprese*, Padova, 2012, p. 28 ss.

1.2. L'individuazione dei creditori legittimati a fare opposizione

Un aspetto su cui occorre soffermarsi è la determinazione dei creditori che sono legittimati a fare opposizione.

L'art. 2503, a questo proposito, stabilisce che possono proporre opposizione i creditori il cui credito sia anteriore all'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese o, in seguito all'emanazione del d.lgs 123/2012, in seguito alla sua pubblicazione nel sito web della società.

I creditori successivi a tale data, infatti, non hanno la legittimazione a fare opposizione dal momento che con la pubblicazione del progetto, sono stati messi in condizioni di conoscere la situazione della società e hanno deciso comunque di concludere affari con essa.

Legittimati all'opposizione sono tutti coloro che vantano un credito verso la società.

Il termine "creditori" va inteso in senso ampio, e comprende, quindi, anche i titolari di crediti sottoposti a termine o condizione, quelli non liquidi o non esigibili, quelli aventi ad oggetto una prestazione diversa dal denaro derivanti da rapporti in corso di esecuzione, e ciò anche nel caso in cui lo stesso creditore sia tenuto ad una controprestazione.

In seguito all'emanazione del d.lgs 123/2012 si poneva, però, il problema dell'individuazione dei creditori legittimati all'opposizione.

Prima dell'attuazione della direttiva, infatti, come si è già osservato, l'individuazione di questi soggetti avveniva in relazione all'iscrizione nel registro delle imprese: erano legittimanti solo coloro il cui credito fosse nato prima della suddetta iscrizione.

È evidente, visti i problemi rilevati nel paragrafo precedente, come questa certezza temporale in merito all'individuazione dei creditori legittimati, sia fortemente compromessa dalla semplificazione in questione.

Le soluzioni proposte al fine di dare certezza sono diverse.

È stata ipotizzata una certificazione notarile o da parte dell'organo di controllo circa la data di pubblicazione nel sito internet; soluzione che eliminerebbe il problema della certezza ma che comporterebbe dei costi e dei tempi aggiuntivi che mal si coordinano con l'esigenza della semplificazione.

È stato proposto, quindi, di considerare legittimati i creditori che erano tali trenta giorni prima della delibera assembleare che approva il progetto, considerando, a favore

dei creditori, il lasso temporale minimo che dovrà intercorrere tra la pubblicazione del progetto e la data della sua approvazione in assemblea.⁵¹

Nell'ipotesi in cui i soci rinuncino a tale termine, ai sensi dell'art. 2501 *ter*, i creditori legittimati all'opposizione sarebbe quelli anteriori all'iscrizione nel registro delle imprese della deliberazione che approva il progetto.

È evidente come tali soluzioni interpretative presentino delle lacune e la loro applicazione non possa essere pienamente condivisibile; si ritiene necessario, perciò, come già rilevato, un intervento legislativo in questo senso.

1.3. Il contenuto dell'informazione nel web

L'opposizione è diretta ad impedire l'attuazione della fusione e, di conseguenza, la confusione tra i patrimoni delle società partecipanti con eventuale pregiudizio dei creditori.

Al fine di comprendere appieno il significato dell'istituto e dei suoi effetti è opportuno analizzare i vari passaggi che precedono questa fase.

Gli amministratori delle società interessate redigono il progetto di fusione e lo depositano presso il registro delle imprese oppure lo pubblicano nel sito internet della società; il progetto è un documento utile, non solo ai soci che dovranno poi decidere in merito, ma anche ai creditori per i quali costituisce un'importante fonte d'informazione e che potranno, eventualmente, fare opposizione.

Come si è visto precedentemente, vi sarebbero altri documenti utili ai creditori (la relazione degli amministratori per esempio o la situazione patrimoniale) ma la redazione di questi è stata eliminata, nell'ipotesi contemplata (art. 2505 *bis*), nel caso in cui venga concesso ai soci di minoranza il diritto di vendere le proprie azioni ad un corrispettivo stabilito in base ai criteri del recesso.

⁵¹DEMURO, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione*, in Relazione dattiloscritta al convegno annuale di "Orizzonti del diritto commerciale", 2013;

Rimane un obbligo in capo agli amministratori di informare i soci in assemblea di eventuali modifiche in attivo o in passivo del bilancio, obbligo che risulta essere utile ai creditori che potrebbero entrare in possesso di queste informazioni attraverso la lettura dei verbali assembleari depositati nella sede della società.

Si può notare come questa semplificazione possa essere considerata gravemente lesiva degli interessi dei creditori: essi si trovano a decidere se fare o meno opposizione solo in base alle informazioni contenute nel progetto e andando a leggere i verbali delle precedenti assemblee, senza poter verificare tutte le informazioni economiche e finanziarie (contenute per esempio nella situazione patrimoniale) che, ben si capisce, sono fondamentali per i creditori.

Si è avuta, quindi, una maggiore attenzione verso la celerità del procedimento e verso la libertà d'impresa ma non si sono tutelati adeguatamente i soggetti terzi.

Un ulteriore problema che si può rilevare discende, anche in questo caso, dall'intervento del 2012.

Il legislatore ha, infatti, condizionato la pubblicazione sul web all'esistenza di tre requisiti: la sicurezza del sito, l'autenticità dei documenti pubblicati e la certezza della data di pubblicazione.

Mentre di quest'ultima condizione e della riferibilità al sito si è già detto precedentemente, occorre adesso prendere in considerazione le altre due condizioni, fondamentali affinché i creditori possano consultare in modo efficace il web e affinché questo possa essere un'alternativa valida al registro delle imprese.

Bisogna far sì che il sito sia davvero quello desiderato dall'utente e che il contenuto raggiunto non sia alterato da soggetti non autorizzati.

In merito al primo aspetto, come si è visto, sarebbe sufficiente un link di rimando al sito, iscritto nel registro delle imprese⁵²; per quanto concerne il secondo, invece, la soluzione preferibile sarebbe quella del ricorso alla firma digitale, come rilevano alcuni.⁵³

⁵² Vedi paragrafo 3.1.

⁵³ NASTRI, BECHINI, *Perduti nel web: pubblicazione del progetto di fusione nel sito internet della società*, in *Le Società*, 2012, p. 1035.

Si tratta, infatti, di una tecnologia già utilizzata per la pubblicità delle vicende societarie⁵⁴ e, quindi, già ampiamente disponibile presso gli operatori del settore, senza costi di rilievo.

Inoltre, è agevole presentare sul sito, a fianco della documentazione, la possibilità di scaricare una versione firmata digitale con un certificato riferibile alla società; si potrà quindi verificare che il testo provenga effettivamente dalla società e non sia stato alterato da terzi.

Con ciò, sarà risolto simultaneamente anche il problema della autenticità del testo.

1.4. L'opposizione e i suoi effetti

Per quanto riguarda l'opposizione, questa potrà essere proposta, in base al dettato dell'art. 2503, dai creditori anteriori all'iscrizione o pubblicazione del progetto, nei sessanta giorni successivi all'ultima delle iscrizioni o delle pubblicazioni.

Una delle lacune, a cui il legislatore delegato avrebbe dovuto far fronte, concerne la modalità attraverso cui il creditore può fare opposizione alla fusione.

La tesi dominante⁵⁵ si esprime per l'attivazione del rimedio esclusivamente in via giudiziale, e più precisamente attraverso un rito ordinario introdotto da atto di citazione; la tesi minoritaria, invece, ritiene sia sufficiente qualsiasi dichiarazione del

⁵⁴ Il TUF (d.lgs 24 Febbraio 1998, n. 58) prevede tale forma di pubblicità per atti e documenti delle società quotate e degli emittenti, compresa la convocazione dell'assemblea. Le norme di legge si limitano, anche in questo caso, a prescrivere in modo generico tale forma di pubblicità, ma si caratterizzano per il diverso impianto e contesto normativo. In particolare, nelle fattispecie regolate dal TUF: a) la pubblicità sul sito internet è, in molti casi, attuata congiuntamente ad altre forme di pubblicità; b) vi è un rinvio costante ai Regolamenti Consob di attuazione; tutti gli atti e le attività soggetti a pubblicità sul sito internet rientrano nella sfera di controllo della Consob. Ciò che rende diversa la pubblicità su sito internet prevista dal TUF, quanto meno sotto il profilo della reperibilità ed imputabilità del sito, è lo svolgimento di tutte le attività soggette a pubblicazione sotto il controllo costante di un ente regolatore, che garantisce la sussistenza di tali requisiti con la sua attività di controllo, ed è altresì in grado di esercitare tale potere nel tempo. Qualche perplessità resta circa il controllo dei tempi di pubblicazione, la provenienza effettiva dell'organo sociale preposto dei materiali pubblicitari, e l'integrità degli stessi, per i quali valgono le considerazioni e le soluzioni prospettate in tema di pubblicità nell'ambito delle operazioni di fusione e scissione.

⁵⁵SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442 ss.

creditore, anche informale, indirizzata alla società, essendo la prima soluzione troppo onerosa.

Inoltre, anche in seguito all'introduzione della pubblicità nel web, non pare possano esserci ostacoli teorici all'introduzione dell'uso della PEC per quanto concerne la dichiarazione del creditore di fare opposizione.

Il legislatore avrebbe potuto azzardare di più e, proprio in virtù della semplificazione, ottenere una riduzione sia dei costi, che dei tempi.

Passando ad esaminare gli effetti, il primo effetto che l'opposizione produce è la sospensione del procedimento di fusione.

La legge non lo prevede direttamente ma lo si può dedurre, in via interpretativa, dalla facoltà, concessa alla società convenuta, di chiedere al tribunale l'autorizzazione all'esecuzione nonostante l'opposizione, norma che avrebbe senso solo in presenza di una sospensione.

Fatta l'opposizione, gli amministratori non possono procedere alla stipula e alla conseguente pubblicità prevista per l'atto di fusione.

A questo punto possono presentarsi due diverse situazioni:

- il tribunale non accoglie la richiesta, o nel caso in cui sia prestata idonea garanzia oppure nel caso in cui il tribunale ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori;
- il tribunale accoglie l'opposizione.

L'accoglimento dell'opposizione, nel caso in cui non sia stata eseguita la richiesta di esecuzione proposta dalla società, impedisce definitivamente l'attuazione della fusione.

L'opposizione, anche se fatta da un solo creditore, si riflette sulla posizione e sugli interessi anche degli altri creditori della società interessata; nonostante sia un rimedio individuale con cui il creditore fa valere un interesse proprio, esso si riflette su una dimensione collettiva.

Infatti anche i creditori che non l'hanno proposta si troveranno a beneficiare del risultato ottenuto dal momento che si sottrarranno al concorso con le ragioni degli altri creditori delle altre società partecipanti.

Gli effetti e le conseguenze dell'accoglimento dell'opposizione si estenderanno a tutte le società partecipanti; non è prevista un'esecuzione parziale del progetto, ipotesi che comporterebbe una modifica sostanziale dell'intero progetto.

1.5. *Opposizione e prosecuzione del procedimento di fusione*

Ai sensi dell'art. 2503, al comma secondo, si prevede che il tribunale possa autorizzare la fusione, nonostante l'opposizione, se ritiene infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori, oppure se la società abbia prestato idonea garanzia.

Si tratta di due ipotesi distinte, tra loro alternative, che non possono essere sovrapposte.

Alla società citata si offrono due possibilità: o si convince il giudice dell'inesistenza del pericolo di pregiudizio (e allora si procederà senza prestare nessuna garanzia), oppure si presta idonea garanzia (ma in questo caso non si potrà più fare una valutazione sulla fondatezza del pregiudizio).

Occorre analizzare queste ipotesi separatamente.

La seconda delle due ipotesi, già presente prima della riforma del 2003, prevede la possibilità che il procedimento di fusione prosegua nonostante l'opposizione quando la società presti idonea garanzia; quando, cioè, non abbia soddisfatto i creditori ma abbia messo a disposizione le risorse per farlo.

La legge non indica in modo specifico di che tipo di garanzia debba trattarsi; può consistere in una garanzia reale, in una fideiussione bancaria o assicurativa, oppure nel deposito di una somma di denaro.

Prima della riforma diverse erano le opinioni su quali fossero gli elementi che il giudice doveva prendere in considerazione al fine di valutare la garanzia come idonea o meno.

Infatti, era pacifico che la valutazione dovesse riguardare solo i crediti dell'opponente, non altrettanto pacifico era se l'idoneità dovesse essere valutata in rapporto alla fondatezza dell'opposizione, in base al *fumus bonis iuris* dell'opponente.

Le novità introdotte dalla riforma consentono, secondo alcuni⁵⁶, di risolvere la questione nel senso che l'idoneità della garanzia debba essere valutata esclusivamente in rapporto al credito dedotto nel giudizio di opposizione a prescindere da ogni valutazione sommaria sul merito della domanda.

La garanzia deve essere diretta ad assicurare che l'esecuzione anticipata della fusione sia assolutamente neutrale per gli interessi del creditore, non deve porre l'opponente in una situazione migliore di quella in cui si troverebbe se la fusione non venisse autorizzata.

Il tribunale deve confrontare la posizione del creditore prima della fusione con quella in cui egli si verrebbe a trovare dopo l'attuazione della fusione, e giudicare idonea la garanzia che mantiene inalterato il rischio di credito dell'opponente.

Il provvedimento emesso dal tribunale ha una funzione cautelare, ha la finalità di contemperare gli interessi del creditore con quello della società, assicurando la realizzazione di quest'ultimo nella neutralità del primo.

La domanda di opposizione può essere respinta, oppure accolta.

Nel primo caso la società potrà ritirare la garanzia eventualmente prestata, nel secondo l'orientamento dominante ritiene che il creditore opponente possa agire sui beni oggetto della garanzia, oppure sulla somma di denaro.

Un ulteriore problema si presenta nel caso in cui la garanzia risulti successivamente al giudizio insufficiente.

In questo caso c'è chi ritiene che il creditore, per la parte eccedente, dovrà concorrere sul patrimonio della società risultante insieme a tutti i creditori; c'è, invece, chi sostiene che l'atto di fusione debba considerarsi inefficace per il solo creditore opponente, con la conseguenza che questo può agire sui beni della nuova società in via preferenziale rispetto agli altri.

⁵⁶CACCHI PESSANI, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 719 ss.

La seconda ipotesi, in cui il tribunale può autorizzare la fusione anche in pendenza di opposizione, è quella in cui, questo, ritenga infondato il pericolo di un eventuale pregiudizio nei confronti dei creditori.

Tale fattispecie è prevista all'ultimo comma dell'art. 2445, introdotta nel 2003, che stabilisce che "il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio⁵⁷ per i creditori oppure quando la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione".

Per comprendere il significato di questa disposizione è necessario collocarla nel suo esatto contesto: si tratta di una norma dettata in materia di riduzione del capitale sociale. La riduzione del capitale sociale può risultare pregiudizievole per i creditori che, nel trattare con la società, hanno fatto affidamento sulla sua consistenza patrimoniale. Il legislatore consente di ridurre il capitale sociale, purché tale operazione non faccia venir meno le dovute garanzie per i creditori. Conseguentemente l'art. 2445 prevede un meccanismo analogo a quello previsto per la fusione: la deliberazione di riduzione del capitale sociale può essere eseguita solo dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione.

La *ratio* delle disposizioni è identica: tutelare i creditori sociali evitando che determinate operazioni incidano negativamente sulle loro aspettative di soddisfazione.⁵⁸

L'art. 2503, comma secondo, richiama integralmente l'art. 1445, il quale, tuttavia, presenta alcuni problemi interpretativi.

Innanzitutto la norma fa riferimento ai creditori (al plurale) anziché al creditore opponente; ci si chiede, quindi, se il pericolo di pregiudizio vada rapportato alle sole ragioni del creditore opponente o a tutti i creditori.

In dottrina prevale la prima posizione, anche perché più coerente con l'impostazione generale dell'opposizione.

⁵⁷ Per la prima volta il legislatore utilizza il termine pregiudizio; chi sostiene la tesi secondo la quale il fondamento dell'opposizione risiede nel pregiudizio si è servito di questo articolo come argomento interpretativo.

⁵⁸ SANGIOVANNI, *Fusione di società e opposizione di creditori*, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 1348 ss.

Di contro si potrebbe, però, sostenere che quando viene prestata idonea garanzia, il giudice è chiamato ad autorizzare la fusione perché l'interesse della società può realizzarsi nella neutralità di quello dell'opponente; quando decide sulla fondatezza del pregiudizio, invece, il giudice deve fare una valutazione più ampia, circa la situazione dei crediti in seguito all'operazione di fusione.

In secondo luogo la norma richiama il pregiudizio per i creditori senza specificare se tale pregiudizio debba intendersi in senso patrimoniale, e quindi come lesione dell'interesse dei creditori alla conservazione della garanzia patrimoniale, oppure in senso reddituale, come lesione dell'interesse alla conservazione della garanzia.

Per quanto riguarda il procedimento l'onere della prova spetta alla società resistente, che deve dimostrare l'inesistenza di un pericolo di pregiudizio per le ragioni dei creditori; se non vi è riesce, il tribunale non può autorizzare l'esecuzione.

L'autorizzazione giudiziale alla fusione ha come presupposto l'opposizione, proposta innanzi al tribunale; l'intervento del giudice è una misura cautelare che anticipa, rispetto al giudizio di merito, il contenuto della sentenza.

Nell'ipotesi di diniego all'autorizzazione, il rimedio posto in essere dal singolo creditore, avrà efficacia *erga omnes*, determinando la sospensione del procedimento.

Se, invece, interviene l'autorizzazione giudiziale, non potrà più essere pronunciata l'invalidità della fusione.

1.6. Le ipotesi di fusione anticipata

La legge, all'art. 2503, stabilisce che, in presenza di terminate condizioni, la fusione possa essere attuata prima dei sessanta giorni normalmente previsti.

Si tratta di una serie di presupposti che garantiscono sufficientemente gli interessi dei creditori, facendo venire meno l'interesse ad un'attesa di sessanta giorni per fare opposizione.

L'opposizione è uno strumento posto a tutela dei creditori; se questi vengono, in presenza di una serie di circostanze, tutelati in altro modo, l'opposizione perde la sua funzione e può, quindi, essere derogata.

I casi in cui questo è possibile sono indicati tassativamente dalla legge; la riserva di legge in questo senso è fondamentale per la tutela dei creditori.

Il primo caso in cui è possibile anticipare la fusione rispetto al termine standard dei sessanta giorni è disciplinato dall'art. 2503, e si ha quando gli stessi creditori, anteriori all'iscrizione o alla pubblicazione del progetto di fusione, danno il proprio consenso.

Quindi i presupposti sono l'esistenza di un credito sorto anteriormente all'ultima iscrizione o pubblicazione e il consenso di tutti i creditori.

Per quanto riguarda la legittimazione ci si chiede se debbano essere considerati legittimati anche i creditori che vantano una garanzia.

Si può ritenere che questo non sia possibile in quanto tali soggetti non hanno interesse essendo assicurato il soddisfacimento del credito; si potrebbe anche dire come, in realtà, tale garanzia potrebbe non essere idonea e ciò farebbe nascere la ragione sufficiente per opporsi alla fusione.

Inoltre potrebbe succedere che gli stessi soci siano dei creditori.

La loro posizione è una posizione particolare, in quanto essi hanno partecipato anche alla decisione sulla fusione.

C'è chi sostiene che il loro consenso come soci impedirebbe una loro opposizione alla fusione come creditori in quanto estremamente contraddittorio.

In realtà, le due posizioni sono nettamente distinte, e diverse sono le ragioni che spingono a volere la fusione (in quanto soci) e ad opporsi ad essa (in quanto creditori).

Per questa ragione appare opportuno ritenere che debba essere riconosciuto il diritto all'opposizione nonostante il socio abbia votato favorevolmente alla fusione, in modo da tutelare ambedue le posizioni.

L'art. 2503 fa riferimento a tutti i creditori delle società che partecipino; ne consegue che, affinché si possa avere una fusione anticipata, è necessario il consenso non solo dei soci dell'incorporante ma anche quelli dell'incorporata e viceversa.

La legge non determina in che modo tale consenso debba essere dato, per questo motivo si ritiene valido il consenso prestato con qualsiasi modalità, purché lecita.

E non sembra potersi escludere che tale consenso possa essere prestato attraverso l'uso della PEC, soprattutto se si vuole coordinare la disciplina in esame con la pubblicità nel web, introdotta con il d.lgs del 2012.

Il secondo caso in cui la legge di attuare la fusione anticipata si ha quando vi è stato il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso.

A questo riguardo i creditori possono: o dare il proprio consenso alla fusione anticipata, oppure nel caso in cui dissentano ottenere il pagamento dei loro crediti.

Diventano in questa maniera ex creditori, estranei al successivo procedimento i fusione e non possono più proporre opposizione.

Il terzo caso previsto dalla legge è quello in cui vi sia stato il deposito delle somme corrispondenti presso una banca.

Si tratta di una modalità alternativa al pagamento; i soci invece di essere pagati ricevono una garanzia che questo avverrà.

È consentito un utilizzo misto dei sistemi; la società può prevedere in pagamento dei creditori più accaniti per evitare opposizioni e contemporaneamente il deposito di denaro in garanzia per altri creditori.

Infine, l'ultima ipotesi consentita dalla legge, introdotta con la riforma del 2003, prevede la possibilità che un'unica società di revisione, uguale per tutte le società partecipanti, asseveri sotto la propria responsabilità che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione non rende necessarie garanzie a tutela dei creditori.

Tale dichiarazione deve essere contenuta nella relazione degli esperti.

La fusione ex art. 2505 *bis* non prevede, però, l'applicazione di tale disciplina.

Come si è visto precedentemente, infatti, nel caso di incorporazione di società possedute al novanta per cento, sono state introdotte, prima nel 2003 e dopo nel 2012, una serie di semplificazioni che si esplicano, tra le altre cose, nella facoltà di eliminare la relazione degli esperti in presenza di un diritto concesso ai soci di minoranza di vendere le proprie azioni o quote agli stessi criteri previsti per il recesso.

Non essendo presente la relazione degli esperti, non potrà essere presente, quindi, neanche essere presente la comunicazione di una società di revisione in questo senso, contenuta appunto in tale documento.

1.7. L'attuazione della fusione in pendenza di opposizione o prima della scadenza del termine

La legge stabilisce, all'art. 2503, che durante la pendenza del termine di sessanta giorni la fusione non può essere attuata, non può, cioè, essere stipulato l'atto; i casi in cui questo è permesso sono eccezionali e sono espressamente previsti dalla legge.

Si tratta, quindi, di comprendere cosa succeda, sia nel caso in cui il suddetto atto venga stipulato nonostante il termine non sia decorso, sia nel caso in cui la stipula dell'atto di fusione venga fatta in pendenza di opposizione e senza l'autorizzazione del tribunale.

Il primo effetto è sicuramente l'insorgere di una responsabilità in capo al notaio rogante e in capo agli amministratori, responsabilità che può avere sia natura civile che natura penale.

Una seconda importante conseguenza è il pregiudizio che subiscono i creditori; si tratta di capire come questi possano essere tutelati.

L'iscrizione o la pubblicazione dell'atto produce gli effetti tipici della fusione: determina la costituzione della società risultante e la confusione dei patrimoni delle società partecipanti.

Una volta avvenuta l'iscrizione o la pubblicazione, la società risultante si trova materialmente ad operare nel mercato ed entra in contatto con soggetti terzi, creditori ed investitori.

Per questo motivo, e in virtù del principio della certezza del diritto, la legge impedisce che sia pronunciata l'invalidità della fusione dopo l'iscrizione del relativo atto nel registro delle imprese oppure, in seguito all'introduzione della forma alternativa di pubblicità, dopo la pubblicazione dello stesso nel sito web.

Chi entra in contatto con una società che, dagli atti depositati, risulta regolarmente costituita in conseguenza ad un'operazione di fusione, ha pieno titolo per fare affidamento sul fatto che gli effetti della fusione si sono prodotti e che, quindi, sta contrattando con un soggetto giuridicamente esistente.

Una volta iscritta, o pubblicata, la fusione è produttiva di effetti anche se invalida; appare chiaro, quindi, come la categoria dei creditori richieda una maggiore attenzione; si potrebbero ritrovare, infatti, con la presenza di una fusione non voluta, o comunque non ancora analizzata, senza poterne impedire l'esecuzione.

Per questo motivo, la posizione dei creditori, nel caso in cui l'atto sia iscritto o pubblicato prima della scadenza del termine per l'opposizione, o in pendenza di opposizione, deve essere, entro i limiti previsti dalla legge, il più possibile simile a

quella in cui si sarebbero trovati se l'atto non fosse stato pubblicato in violazione dell'art. 2503.

In attuazione della terza direttiva CEE⁵⁹ 78/855 del 1978, il legislatore, attraverso l'introduzione dell'art. 2504 *quater*, ha introdotto una forma di tutela, precludendo completamente la possibilità di ottenere una pronuncia di invalidità dell'atto di fusione dopo la sua iscrizione, e lasciando unicamente la possibilità di ottenere il risarcimento del danno in capo ai soggetti eventualmente lesi dall'operazione.

Per avere questo risultato è stata riconosciuta, all'iscrizione nel registro delle imprese e alla pubblicazione sul sito web, una efficacia sanante di tutti i vizi di invalidità della fusione, in modo che, attraverso la pubblicità, l'atto, anche eventualmente nullo, diventi valido e produttivo di effetti.⁶⁰

Si è, così, passati da una tutela di tipo reale, ossia la pronuncia d'invalidità della fusione, ad una tutela di tipo obbligatorio, cioè il diritto al risarcimento del danno.

La conseguenza principale di questa disposizione consiste nel vanificare il diritto di opposizione dei creditori, i quali, nel caso in cui siano frodati, non si trovano in una situazione neanche lontanamente equivalente a quella di cui avrebbero beneficiato se le condizioni per l'attuazione della fusione, fossero state rispettate.

A questo proposito appare opportuno soffermarsi sulla relazione tra l'esercizio, da parte dei creditori, del diritto di opposizione ai sensi dell'art. 2503 e l'azione risarcitoria introdotta con l'art. 2504 *quater*.

Queste due disposizioni, infatti, contengono i soli mezzi di tutela di cui dispone il creditore per agire nei confronti di una delibera assembleare che approvi un'operazione di fusione pregiudizievole per le loro ragioni.

L'opposizione è un rimedio preventivo, l'azione risarcitoria è un rimedio successivo.

⁵⁹ L'art. 22 della direttiva CEE n. 78/855 del 9 ottobre 1978 stabilisce le linee guida seguite dal legislatore comunitario in tema di invalidità della fusione stabilendo che: " In vista di garantire la sicurezza giuridica nelle relazioni sia fra le società interessate che fra queste e i terzi, nonché tra gli azionisti, bisogna limitare i casi di nullità e sia stabilire una sanatoria dove sia possibile, sia limitare il termine per la relativa azione."

Il legislatore italiano si è spinto oltre eliminando completamente la possibilità di ottenere una pronuncia d'invalidità della fusione.

⁶⁰ BELTRAMI, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria ex art. 2504 quater*, in *Riv. società*, 2002, p. 1223.

Inoltre, la conversione dell'opposizione in rimedio esclusivamente risarcitorio pone anche tutti gli altri creditori, che non hanno proposto opposizione, in una posizione diversa da quella in cui si sarebbero trovati se l'atto di fusione fosse stato correttamente stipulato.

Infatti, tutti i creditori della società, nel caso in cui uno solo di essi, o una parte, faccia opposizione, si avvantaggiano degli effetti di tale opposizione; l'esecuzione della fusione viene sospesa rispetto a tutti i creditori delle società partecipanti.

Il rimedio risarcitorio, invece, produce effetti solo nei confronti di chi promuove un'autonoma azione risarcitoria.

Si tratta quindi di capire se l'esercizio del diritto di opposizione sia condizione necessaria per la proposizione di una eventuale tutela risarcitoria ai sensi dell'art. 2504 *quater*.

Secondo una parte della dottrina quest'azione sarebbe preclusa nel caso in cui non venga proposta l'opposizione nel termine, per cui solo i creditori che hanno fatto opposizione possono poi agire per il risarcimento del danno nel caso di stipula dell'atto *contra legem*; per gli altri si ritiene che la mancata proposizione dell'opposizione assuma il significato di un assenso tacito alla fusione, incompatibile con una successiva richiesta di risarcimento.⁶¹

Ma altra dottrina, maggioritaria, ritiene che l'ambito applicativo della norma sia piuttosto ampio, tale da ritenere che la legittimazione attiva spetti a tutti i creditori, anche a quelli che non hanno fatto opposizione, i quali, altrimenti, si ritroverebbero privi di ogni forma di tutela.⁶²

Inoltre, si ritiene che quest'ultima considerazione appaia evidente nell'ipotesi in cui la pubblicazione dell'atto di fusione sia effettuata prima dello scadere del termine.

⁶¹ In questo senso SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004.

⁶² CACCHI PESSANI, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 719; CAVANNA, *La fusione*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, in *Operazioni straordinarie*, Padova 2011, p. 390.

In tali casi, infatti, l'assenza di opposizione sarebbe dovuta, non ad un comportamento negligente dei creditori, ma ad una violazione da parte degli amministratori.⁶³

E ancora, i due strumenti di tutela hanno una diversa funzione: l'opposizione ha natura cautelare e ha la funzione di evitare che la società risultante aumenti il rischio di insolvibilità, l'azione risarcitoria consente di agire nei confronti dei soggetti responsabili dei danni sofferti a seguito della fusione.

Per questo motivo si ritengono legittimati ad agire tutti i creditori, sia quelli che avevano fatto opposizione nel termine, sia quelli che invece non avevano sfruttato tale possibilità.

I costi e le conseguenze negative di tale violazione non possono, perciò, essere attribuite ai creditori, la cui posizione deve restare il più possibile indifferente alla circostanza che l'atto sia stato stipulato prima del tempo.

Il contenuto dell'istituto dell'opposizione viene, così, svuotato di significato; il creditore opponente, e con esso tutti i creditori non oppositori che avrebbero comunque beneficiato dell'azione del primo, si trovano in una situazione diversa da quella in cui si sarebbero venuti a trovare se l'atto di fusione non fosse stato iscritto *contra legem*.

Un altro problema, controverso in dottrina, riguarda l'efficacia dell'atto di fusione; appurato che attraverso la pubblicità i vizi di tale atto vengono sanati, ci si chiede se questo rimanga, tuttavia, efficace.

C'è chi ritiene che l'atto iscritto o pubblicato debba essere considerato sì, valido, in ragione dell'affidamento dei terzi, come si è già detto, ma non anche efficace.⁶⁴

Si ritiene, infatti, che l'accoglimento dell'opposizione renda l'atto di fusione, iscritto *contra legem*, inefficace ed inopponibile nei confronti del creditore opponente e degli altri creditori legittimati all'opposizione.

L'inefficacia relativa rappresenterebbe un effetto dell'accoglimento dell'opposizione, e consentirebbe ai creditori danneggiati di agire per l'ottenimento dell'esecuzione coattiva dei beni della società risultante in via preferenziale rispetto agli altri creditori.

⁶³ BELTRAMI, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria ex art. 2504 quater*, in *Riv. società*, 2002, p. 1223.

⁶⁴ CACCHI PESSANI, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 719.

Inoltre, il legislatore, sostengono, non ha previsto esplicitamente la sanatoria dell'inefficacia, dovendosi, quindi, concludere che l'interprete non possa ignorare una simile scelta, in quanto comporterebbe una limitazione della tutela dei creditori.

Si obietta ai sostenitori di questa teoria che l'iscrizione, o la pubblicazione, non sanerebbe solo l'invalidità ma anche i vizi che incidono sugli effetti; in linea con questa opinione si ritiene, infatti, che l'atto di fusione non possa essere revocato ai sensi dell'art. 2901 del codice civile in materia di azione revocatoria.

Inoltre, si verrebbe a creare una relazione problematica e di squilibrio tra il creditore opponente e gli altri creditori della società; questi, infatti, hanno fatto affidamento sulla stabile acquisizione del patrimonio della società e la soddisfazione preferenziale andrebbe contro tale convincimento.⁶⁵

Alla luce di quello che si è detto, quindi, si può notare come si sia verificato un arretramento della tutela reale a vantaggio di quella obbligatoria incentivando ulteriormente la posizione di debolezza della categoria esaminata.

Infatti, il creditore nella fase iniziale non può giudicare pienamente la fusione in quanto vengono a mancare dei documenti informativi importanti, come si è precedentemente detto⁶⁶; documenti, come la situazione patrimoniale, utili al fine di valutare se quell'operazione possa essere pregiudizievole per i propri interessi e decidendo, quindi, se fare o meno opposizione.

Si parte, perciò, da una posizione di svantaggio che si acquisisce dalla circostanza per cui, in caso di stipula anticipata e non autorizzata dell'atto, non può essere chiesta l'invalidità dello stesso.

Il creditore frodato avrà un'unica possibilità e, cioè, quella di promuovere l'azione risarcitoria, possibilità evidentemente non assimilabile in termini di convenienza ad una tutela reale che gli avrebbe permesso di evitare la fusione.

2. La tutela degli obbligazionisti

⁶⁵ SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442.

⁶⁶ Par. 2.1, 2.2.

In presenza di un'operazione di fusione una categoria di soggetti che si trova in una situazione simile a quella dei creditori, essendo essi stessi una particolare tipologia di creditori, è la categoria degli obbligazionisti.

La peculiarità degli obbligazionisti rispetto agli altri creditori sta nel fatto che, in considerazione dell'organizzazione collettiva e di gruppo, che caratterizza i portatori di titoli emessi nell'ambito di una medesima operazione di prestito, nella disciplina della fusione viene fatto riferimento al principio della preminenza della decisione collettiva rispetto a quella individuale.

I titolari di obbligazioni emesse dalle società partecipanti alla fusione, infatti, possono proporre opposizione; l'art. 2503-bis, rimasto sostanzialmente immutato in seguito alla riforma del 2003, al primo comma stabilisce che *"I possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione possono fare opposizione a norma dell'art. 2503, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti"*.

La norma legittima all'opposizione ogni portatore di titolo obbligazionario e, visto il riferimento all'articolo precedente, si ritiene che tale diritto competa solo all'obbligazionista che sia diventato tale prima dell'iscrizione o della pubblicazione del progetto nel registro delle imprese.

Si tratta di un diritto che spetta a ciascun obbligazionista individualmente e non collettivamente, ma è un diritto che viene precluso nel caso in cui la fusione venga approvata, a maggioranza, dall'assemblea degli obbligazionisti.

Si ritiene, inoltre, che tale legittimazione spetti anche al rappresentante comune nel caso in cui in cui riceva un'indicazione in tal senso dall'assemblea, le cui deliberazioni egli è tenuto ad eseguire.⁶⁷

L'assemblea degli obbligazionisti dovrà essere convocata in modo che eventualmente possa essere esercitato il diritto di opposizione; deve, quindi intervenire nel termine di sessanta giorni dalla data di iscrizione o pubblicazione della deliberazione assembleare che approva il progetto dell'operazione.

⁶⁷ SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino 2004, p. 280.

Nella pratica gli amministratori convocano tale assemblea contestualmente a quella ordinaria, in modo da redimere qualsiasi incertezza riguardo le possibili opposizioni. Resta fermo il diritto in capo al singolo obbligazionista, che abbia subito un pregiudizio dalla fusione e che abbia espresso parere contrario all'operazione, di chiedere il risarcimento del danno ai sensi dell'art. 2504 *quater*.

2.1. *Gli obbligazionisti convertibili e la relativa tutela*

Le obbligazioni convertibili si distinguono dalle altre obbligazioni in quanto concedono all'obbligazionista la facoltà di trasformare la propria posizione giuridica da quella di creditore a quella di azionista della società che le ha emesse.

La categoria degli obbligazionisti convertibili è, quindi, una particolare categoria di obbligazionisti che necessita di una tutela differenziata nell'ambito dei procedimenti di fusione, tutela che ha come riferimento normativo l'art. 2503 *bis*.

Questa tutela opera su due piani distinti in relazione al fatto che questi soggetti sono contemporaneamente creditori attuali e potenziali azionisti della società emittente.

In quanto creditori attuali ed investitori di capitale sono tutelati dal diritto di fare opposizione alla fusione, fusione che la legge riconosce a ciascun obbligazionista individualmente salvo contraria decisione dell'assemblea, come si è visto.

In quanto potenziali azionisti ed investitori di capitale, essi sono tutelati dalla facoltà di convertire le obbligazioni prima dell'approvazione della fusione e in anticipo rispetto al periodo di conversione se previsto nel regolamento del prestito e dalla regola per cui agli obbligazionisti che non si sono avvalsi della facoltà della conversione anticipata devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli che spettavano loro prima della fusione.

Per quanto riguarda la prima, il secondo comma dell'art. 2503 *bis* stabilisce che ai possessori di obbligazioni convertibili deve essere data la facoltà, mediante avviso nella Gazzetta Ufficiale almeno novanta giorni prima della iscrizione o pubblicazione del progetto di fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.

La funzione di tale istituto è quella di consentire a tali soggetti la possibilità di partecipare, in qualità di socio, all'assemblea chiamata ad approvare il progetto di fusione, oppure di inserirsi tra i destinatari degli effetti della fusione.

La facoltà di conversione non risponde, quindi ad un'esigenza di tutela del contenuto e del valore economico della conversione, ma mira a consentire ai possessori di obbligazioni convertibili di scegliere in quale veste partecipare alla fusione.

Essi devono, quindi, scegliere se realizzare subito l'interesse di potenziali azionisti e di cogliere tutte le opportunità che la fusione offre ai soci oppure rimanere creditori e aspettare il pagamento del loro credito.

Alla luce di tutte le modifiche e le semplificazioni applicate si può, però, notare come le informazioni utili al fine di prendere una determinata decisione in proposito sono ridotte al minimo; l'obbligazionista si trova a dover decidere senza sapere se in quanto socio (e per questo si rimanda alla tutela dei soci) potrebbe ottenere in prospettiva più vantaggi.

La facoltà di conversione anticipata spetta indipendentemente dalla categoria di azioni nella quale le obbligazioni sono convertibili, e quindi anche ai possessori di obbligazioni convertibili in azioni di risparmio con diritto di voto limitato.

Anche il possessore di obbligazioni convertibili in azioni di risparmio può avere interesse a diventare socio prima dell'attuazione della fusione, o se la remunerazione attesa dal capitale investito in azioni di risparmio è superiore a quella delle obbligazioni, oppure anche se ritiene che l'andamento delle azioni post-fusione gli permetterà di vendere le azioni ad un prezzo soddisfacente che gli permetta di avere un ritorno superiore sull'investimento iniziale.

L'art. 2503 *bis* prevede, come si è visto, che la società emittente debba pubblicare nella Gazzetta Ufficiale un avviso almeno novanta giorni prima dell'iscrizione o della pubblicazione del progetto di fusione, al fine di consentire agli obbligazionisti la conversione anticipata.

Non si può non rilevare come, in questo caso, il legislatore non adegui la disciplina relativa alla pubblicità nel web introdotta con il d.lgs 123; permane, infatti, l'obbligo di pubblicazione dell'avviso nella Gazzetta Ufficiale senza che sia prevista nessuna modalità alternativa di pubblicità.

La lacuna legislativa non può rimanere priva di nota e si auspica un intervento legislativo in tal senso.

Tornando all'avviso, nulla viene detto in relazione al contenuto.

L'opinione prevalente della dottrina⁶⁸ ritiene che tale contenuto possa anche essere generico e debba indicare semplicemente che la società è in procinto di fondersi con un'altra senza fornire nessuna informazione circa il rapporto di cambio o il contenuto del progetto; questa scelta si giustifica sulla base della considerazione che essendo, tale pubblicazione, fatta tre mesi prima il contenuto del progetto di fusione può non essere definito.

Diversa è l'opinione di chi ritiene invece che proprio l'avviso costituisce un momento informativo importante per gli obbligazionisti ed è strumentale alla scelta di una possibile conversione anticipata; quindi, nel silenzio del legislatore, la linea interpretativa da seguire è quella di fornire qualsiasi informazione relativa alla fusione che gli amministratori possano dare, informazioni necessarie nella prospettiva della conversione.⁶⁹

A sostegno di questa tesi bisogna, inoltre, specificare, in primo luogo, che la decisione di pubblicare l'avviso di conversione anticipata spetta agli amministratori e rientra nella loro competenza e responsabilità; questo vuol dire che la pubblicazione dovrà avvenire, secondo un criterio di ragionevolezza, solo quando i termini economici della fusione sono già stati stabiliti dagli organi amministrativi e quindi i termini essenziali, già noti e definiti, possono essere riassunti nell'avviso.

Nel caso in cui la pubblicazione avvenga in un momento nel quale non ci sia ancora la ragionevole probabilità di portare a compimento il progetto di fusione, gli amministratori incorrono in responsabilità nei confronti dei possessori di obbligazioni convertibili.

In secondo luogo la scelta dell'obbligazionista non può prescindere dalla conoscenza dei termini principali della fusione; dovendo decidere se parteciparvi in veste di azionista o di creditore, deve avere la possibilità di valutare costi e benefici della propria decisione.

⁶⁸ SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442.

⁶⁹ CACCHI PESSANI, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, *artt. 2498-2506 quater*, Milano, 2006, p. 719.

È ovvio che queste informazioni possono poi essere modificate; l'esatta determinazione del rapporto di cambio presuppone, per esempio, che siano noti i risultati dell'eventuale conversione anticipata delle obbligazioni e, quindi, l'entità del capitale sociale della società emittente il prestito obbligazionario.

L'avviso deve costituire, perciò, una sintesi del progetto di fusione, anche se soggetto a modifiche.

La facoltà di conversione anticipata va esercitata nella fase iniziale del procedimento di fusione e, quindi in un momento nel quale non vi è certezza assoluta che la fusione verrà poi approvata.

Ci si è chiesto, perciò, cosa succedesse se una volta esercitata tale facoltà poi la fusione non andasse a buon fine; si è escluso che la mancata approvazione del progetto di fusione possa riconvertire le azioni di nuovo in obbligazioni oppure risolvere il contratto di sottoscrizione delle azioni che si è perfezionato in conseguenza della conversione.

L'obbligazionista che esercita tale facoltà sceglie consapevolmente di partecipare al procedimento di fusione e agli effetti che ne derivano; egli si assume tutti i rischi tipici dei soci, compreso quello della mancata approvazione del progetto.

Queste considerazioni valgono anche per il caso in cui il progetto non venga successivamente neanche iscritto o pubblicato; l'esercizio della facoltà di conversione anticipata è comunque irrevocabile e non è condizionato all'esito della fusione.

Viene fatta salva la possibilità di chiedere il risarcimento del danno *ex art. 2504 quater* solo ove si dimostri che gli amministratori abbiano pubblicato l'avviso in un momento nel quale non vi era una ragionevole probabilità che la fusione sarebbe stata attuata.

Si è detto che l'art. 2503 *bis* prevede la regola secondo la quale, nel caso in cui gli obbligazionisti non intendano avvalersi della facoltà di conversione anticipata, devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti ai sensi dell'art. 2415.

In primo luogo appare pacifico ritenere che il diritto di conversione spettante agli obbligazionisti permanga nella società risultante dalla fusione.

Inoltre tale articolo si applica indistintamente sia al caso della fusione propria, sia al caso in cui la società emittente sia l'incorporante, sia al caso in cui la società emittente sia l'incorporata.

Per quanto riguarda, quindi, l'ipotesi di incorporazione *ex art. 2505 bis*, bisogna analizzare cosa avvenga nel caso in cui la società emittente sia l'incorporante, sia che nel caso in cui sia l'incorporata.

Se l'emittente è anche l'incorporante non vi sarà alcuna modifica al regolamento del prestito, ed in particolare al rapporto di conversione delle obbligazioni in azioni.

Dopo la fusione, i possessori di obbligazioni convertibili eserciteranno il loro diritto di conversione in base al rapporto originariamente previsto dal regolamento del prestito, senza che sorga alcun particolare problema di adeguamento del capitale sociale.

Naturalmente, essi subiranno una diluizione della loro posizione di potenziali azionisti, la stessa che comunque subisce qualunque azionista della società incorporante in conseguenza all'assegnazione in concambio delle nuove azioni della società agli azionisti dell'incorporata.

Se il rapporto di cambio è congruo il pregiudizio che essi subiranno da questa diluizione non sarà giuridicamente rilevante.

Diverso è, invece, il caso in cui la società che ha emesso le azioni sia stata incorporata in un'altra società.

In questo caso si deve da un lato valutare che gli obbligazionisti conservano il loro diritto di conversione anche dopo l'attuazione della fusione e, dall'altro, che le modifiche di questo diritto, inevitabili in seguito alla fusione, non costituiscono modifiche dei diritti dei possessori di obbligazioni convertibili.

La norma parla di diritti equivalenti, quindi è necessario che il rapporto di conversione delle obbligazioni in azioni sia modificato in modo da lasciare inalterato il peso dei possessori di obbligazioni convertibili in relazione a quello degli altri azionisti della società.

Il rapporto di conversione dovrà, a tal fine, essere modificato applicando il rapporto di cambio al rapporto di conversione.

Naturalmente la fusione, e la conseguente applicazione del rapporto di cambio nella conversione, comporta un effetto diluitivo per gli obbligazionisti, effetto assolutamente normale in seguito all'operazione di fusione.

Quindi la regola, secondo la quale devono essere assicurati diritti equivalenti agli obbligazionisti, significa che tutti gli altri termini o condizioni del prestito obbligazionario diversi dalla conversione devono rimanere immutati, mentre il rapporto di conversione può cambiare in seguito all'applicazione del concambio.

Inoltre l'art. 2503 *bis* prevede la possibilità che l'assemblea degli obbligazionisti approvi una modifica del regolamento delle obbligazioni convertibili ai sensi dell'art. 2415; tali modifiche non possono consistere nella soppressione del diritto di conversione ma possono consistere nella modifica di termini e condizioni del prestito. Infine, l'ultimo problema da affrontare è quello che si pone in relazione alla tutela che debba riconoscersi al possessore di obbligazioni convertibili nel caso in cui il rapporto di cambio non sia congruo.

Tale rapporto assume nei confronti degli obbligazionisti convertibili una duplice rilevanza.

Da un lato, costituisce il parametro in funzione del quale deve essere modificato il rapporto di conversione delle obbligazioni in azioni.

Affinché siano assicurati diritti equivalenti è, infatti, necessario che sia mantenuto il peso relativo alla partecipazione complessiva degli obbligazionisti rispetto a quella degli altri soci, e questo si ottiene applicando il rapporto di cambio delle azioni al rapporto di conversione.

Bisogna, però, assicurare anche che sia mantenuto il valore e il contenuto economico del diritto di conversione; il valore effettivo della quota del capitale economico della società emittente, spettante a ciascun obbligazionista, deve rimanere sostanzialmente equivalente prima e dopo la fusione.

Il rapporto di cambio rileva, quindi, in secondo luogo anche perché misura la quota del capitale netto della società, risultante dalla fusione di cui gli obbligazionisti saranno potenzialmente titolari.

Un rapporto di cambio incongruo sarà, perciò, altamente pregiudizievole per i possessori di obbligazioni convertibili, perché attribuisce la loro posizione di azionisti potenziali in modo non proporzionale al valore del capitale netto della società emittente e comporta un trasferimento di ricchezza a favore degli altri azionisti.

Questo riduce il valore economico del diritto di conversione violando il secondo comma dell'art. 2503 *bis*.

È facile comprendere, quindi, come nel caso di incorporazione di società posseduta al novanta per cento, la posizione degli obbligazionisti convertibili non sia affatto tutelata. Come si è visto a più riprese, infatti, in seguito alla riforma del 2003 la congruità del rapporto di cambio in questa ipotesi non è possibile verificarla in quanto, in virtù della semplificazione, viene meno l'obbligo di redigere la relazione degli esperti.

La funzione principale di questo documento era, infatti, quella di verificare che il rapporto di cambio stabilito dagli amministratori nel progetto di fusione fosse congruo; si voleva evitare che venisse predisposto un rapporto particolarmente sfavorevole per i soci, tale da spingerli a vendere le loro azioni all'incorporante in base ai criteri stabiliti per il recesso.

In questo modo gli amministratori potevano eliminare la minoranza e rafforzare il controllo sulla società risultante dalla fusione.

L'unico documento che potesse arginare un simile pericolo era la relazione degli amministratori. Questa conteneva, infatti, la descrizione del metodo per la determinazione del rapporto di cambio; pur non essendo presente quindi la relazione degli esperti che verificava la congruità, si poteva consultare la relazione degli amministratori in modo da controllare che non venisse compiuto alcun abuso.

Ma la direttiva comunitaria prima, e la legge di attuazione del 2012 poi, hanno previsto la non applicazione, non solo dell'articolo riguardante la relazione degli esperti, ma anche quello che disciplina la relazione degli amministratori; l'unico strumento di controllo viene così eliminato, a condizione che venga dato ai soci il diritto di vendere le azioni all'incorporante ai medesimi criteri stabiliti per il recesso.

La semplificazione ha comportato un grave indebolimento della tutela degli obbligazionisti convertibili; questi possono subire l'applicazione di un rapporto di cambio non congruo che comporta, come si è detto, una perdita economica e un trasferimento di ricchezza in favore degli altri azionisti.

Esso ha determinato l'eliminazione di due documenti fondamentali esponendo gli obbligazionisti convertibili ad un rischio di enorme portata senza che questi possano anche solo verificare l'esistenza di un simile pericolo.

Si tratta di capire quali siano le conseguenze dell'applicazione di un rapporto di cambio non congruo.

La dottrina maggioritaria, escludendo sia il diritto di fare opposizione sia quello di impugnare, ritiene che i possessori di obbligazioni convertibili possano chiedere la risoluzione per inadempimento del rapporto di mutuo obbligazionario, oltre al risarcimento del danno, secondo le regole dettate dal codice civile in materia di inadempimento contrattuale.

Il problema è che, nel caso in esame, vi è il pericolo che l'obbligazionista non si accorga di tale incongruità.

Ancora una volta, come spesso si è ricordato, il legislatore ha accelerato i procedimenti, ha eliminato passaggi burocratici eccessivi, ha valorizzato la libertà d'impresa aumentando la sua autonomia, prevedendo termini più brevi e iter meno lunghi al fine di ricorrere maggiormente alle operazioni straordinarie, ha fatto tutto ciò senza prevedere una tutela adeguata, una tutela più attenta a quelle categorie di soggetti che hanno evidentemente interessi terzi rispetto a quello sociale.

3. La tutela dei possessori di strumenti finanziari

È opinione unanimemente accettata quella secondo cui il principio di uguaglianza dei diritti spettanti ai titolari di azioni costituisce uno dei principi fondamentali del diritto societario in tutti i Paesi occidentali.⁷⁰

Il legislatore italiano aveva già accolto tale principio nel codice del commercio del 1882, il cui art. 164 prevedeva che “le azioni devono essere di eguale valore e conferiscono ai loro possessori eguali diritti”; inoltre l'art. 2348 ha per la prima volta riconosciuto in modo esplicito la possibilità di creare categorie di azioni fornite di diritti diversi, lasciando libertà nell'individuazione delle possibili categorie di azioni.

In altri termini, si è preso atto che la volontà di un soggetto di partecipare ad una società per azioni potesse essere determinata da motivazioni e obiettivi diversi, sia sotto il profilo economico, sia per quanto attiene alla partecipazione.

Il legislatore ha scelto, quindi, di liberalizzare sempre più “tipi azionari”, concentrandosi sulle modalità di tutela dei diritti particolari concessi alle diverse categorie.⁷¹

È proprio nel caso di fusione tra due o più società, una delle quali veda il proprio capitale suddiviso in azioni di diverse categorie, che si pone il problema se una deliberazione dell'assemblea straordinaria di una società, avente per oggetto, la fusione

⁷⁰ Si veda, a livello comunitario, la direttiva CEE n. 77/91 (cosiddetta seconda direttiva in materia societaria).

⁷¹ MAUGERI, *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino 2011, p. 537.

per incorporazione in un'altra società, debba necessariamente ottenere, a pena di inefficacia, l'approvazione anche dell'assemblea speciale dei titolari di azioni privilegiate, ai sensi dell'art. 2376.

È in questo contesto che si inseriscono gli strumenti finanziari partecipativi disciplinati dall'art. 2346.

Gli strumenti finanziari sono forme alternative di partecipazione al finanziamento, che si pongono in posizione intermedia rispetto alla partecipazione al capitale di rischio (azioni) e alla partecipazione al capitale di credito (obbligazioni).

Ed è proprio in virtù di questa posizione ibrida che si deve analizzare la loro tutela.

L'art. 2501 *ter* prevede che nel progetto di fusione sia indicato il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci ed ai possessori di strumenti finanziari diversi dalle azioni, tra cui appunto gli strumenti finanziari partecipativi.

Inoltre, qualora in talune società partecipanti alla fusione vi siano strumenti finanziari dotati di diritti amministrativi emessi anche a fronte di apporti di opera o servizi di soci o di terzi e si profili, in ragione delle concrete modalità di attuazione dell'operazione, un pregiudizio per i rispettivi portatori, la delibera dell'assemblea generale deve essere integrata anche da quella della relativa assemblea.

Occorre, quindi, analizzare quale sia la loro posizione in relazione ad un'operazione straordinaria quale è appunto la fusione.

Vi è, innanzitutto, da chiedersi se la legittimazione all'opposizione spetti anche ai possessori di strumenti finanziari.

Chi ritiene che gli strumenti finanziari non possano mai attribuire al possessori una pretesa restitutoria, e quindi costituire elementi di debito, nega ai loro possessori una tale legittimazione.

Chi ritiene, invece, ed è la parte maggioritaria, che gli strumenti finanziari in questione possano rappresentare, a seconda dei termini e delle condizioni che li regolano, sia titoli di debito che titoli rappresentativi del capitale di rischio, ritiene anche che siano legittimati all'opposizione tutte le volte che, per le loro caratteristiche, tali strumenti possano essere iscritti tra i debiti della società, e i loro portatori tra i creditori.

Per quanto riguarda le modalità d'esercizio di tale facoltà si ritiene che, qualora lo statuto preveda un'organizzazione di gruppo dei possessori di strumenti finanziari simile a quella degli obbligazionisti, appare corretto applicare per analogia l'art. 2503

bis comma uno; si ritiene, quindi, che questi possano fare opposizione salvo che in assemblea non venga approvata la fusione.

Se invece tale organizzazione non è prevista dallo statuto la legittimazione all'opposizione spetterà al singolo possessore.

Il parallelismo tra obbligazioni e strumenti finanziari viene fatto anche sotto il profilo degli strumenti finanziari convertibili in azioni dell'emittente.

La posizione del possessore di strumenti finanziari è sostanzialmente uguale a quella del possessore di obbligazioni convertibili: egli è al tempo stesso creditore della società e potenziale azionista.

La legge consente all'art. 2503 *bis*, quindi, al possessore di strumenti finanziari di scegliere in quale veste partecipare alla fusione, esattamente come si è visto sopra per gli obbligazionisti convertibili; inoltre, ad essi devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti non sia stata approvata dall'assemblea di categoria.

In particolare, sarà necessaria una votazione separata dei possessori di strumenti finanziari partecipativi ogni qual volta in cui la fusione comporti una modifica della disciplina e dei diritti a essi pertinenti che si traduca in un privilegio o minore di quello originario, o in un minor contenuto economico rispetto a quello originariamente loro spettante.

Essa sarà, altresì, necessaria tutte le volte che la fusione comporti un'alterazione qualitativa e quantitativa del rapporto tra le categorie esistenti e, tale alterazione, implichi effetti negativi solo su alcune categorie o più su alcune che su altre.

L'approvazione dell'assemblea non sarà, invece, necessaria nel caso in cui in seguito alla fusione vengano loro riservati diritti equivalenti; con ciò si intende che la società incorporante assume gli strumenti finanziari con le stesse modalità e condizioni di quelli in circolazione.

I diritti riconosciuti ai possessori di strumenti finanziari dovranno essere indicati nel progetto e gli amministratori dovranno, a meno che questa incombenza non venga eliminata come nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento, indicare nella relativa relazione l'equivalenza dei diritti a loro attribuiti.

Nel caso dei titoli diversi dalle azioni, infatti, non è prevista nessuna verifica da parte degli esperti, come invece per la congruità del concambio.⁷²

Qualora gli strumenti finanziari siano privi di diritti amministrativi, in particolare di impugnativa delle deliberazioni, la tutela dei diritti potrà essere attuata attraverso azioni di accertamento del mancato rispetto del principio di equivalenza e di condanna delle società partecipanti al risarcimento del danno oppure, dove possibile, attraverso il riconoscimento di una posizione equivalente a quella che il possessore aveva ante fusione.

Rimane salvo il ricorso ai rimedi cautelari in modo da prevenire il rischio che l'iscrizione della fusione nel registro delle imprese tolga ogni possibilità di tutela reale, limitandola a quella obbligatoria.

4. La responsabilità per danni da fusione

In seguito all'incremento dell'utilizzo dell'istituto della fusione nell'ambito delle politiche imprenditoriali delle società europee, il legislatore comunitario è intervenuto per aumentare la loro competitività a livello globale con l'emanazione della III direttiva 78/855 CEE del 9 ottobre 1978.

Gli strumenti utilizzati per rendere queste società maggiormente concorrenziali erano due: da un lato favorire il ricorso all'istituto della fusione in ambito europeo, dall'altro armonizzare le discipline dei paesi membri.

Gli artt. 21 e 22 della direttiva suddetta prevedevano delle regole minime alle quali i legislatori nazionali avrebbero dovuto attenersi al fine di limitare i casi di nullità stabilendo in primo luogo, la sanatoria dell'atto, ovunque possibile, e in secondo luogo, un termine breve per l'esercizio dell'azione di nullità.

La disciplina comunitaria aveva ridotto drasticamente le forme di tutela concesse dagli ordinamenti nazionali ai soggetti danneggiati dalla realizzazione dell'operazione di fusione; per controbilanciare questa limitazione, aveva previsto due forme alternative

⁷² LUONI, *Obbligazioni, Strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna 2010, p. 215.

di tutela: una preventiva, che consisteva nella previsione di un'informazione adeguata e quanto più obiettiva possibile, e una di carattere riparatore, che consentiva di agire in via risarcitoria nei confronti degli organi amministrativi e degli esperti in presenza di irregolarità commesse nella preparazione e nella realizzazione dell'operazione.

Le ragioni principali che giustificano una simile scelta da parte del legislatore comunitario sono due: da una lato garantire la stabilità degli effetti di atti relativi alla costituzione ed all'attività di organismi imprenditoriali, dall'altro la consapevolezza delle difficoltà pratiche nascenti da una eliminazione successiva degli effetti, effetti che la fusione produce in capo ai soci, ai terzi e al mercato in generale.

Nel recepire questa direttiva, il legislatore italiano ha adottato una soluzione più drastica.

Infatti, ha precluso completamente la possibilità di invalidare la fusione dopo il perfezionamento del procedimento stabilendo che, una volta eseguita l'iscrizione, l'invalidità non potrà più essere pronunciata; l'iscrizione determina, così, la sanatoria delle cause di nullità della fusione.

Questa preclusione assoluta è stata affiancata ad una tutela risarcitoria (art. 2504 *quater*) per i soci e i terzi danneggiati dalla fusione, con un ambito di operatività più ampio, non essendo limitata solo agli amministratori e agli esperti ma rivolta alla società stessa.

Benché l'opzione del legislatore, seppur drastica, fosse dettata dall'intento di tutelare l'interesse dei soci e dei terzi alla stabilità della fusione e dei suoi effetti, parte della dottrina ha criticato questa scelta.⁷³

Sul piano politico-legislativo è stata tacciata di "istituzionalismo societario", in quanto favorisce la stabilità di una fusione decisa e attuata dal gruppo di comando, a scapito della minoranza⁷⁴; un aspetto, questo, particolarmente rilevante per le fusioni semplificate.

Dal punto di vista della tecnica legislativa si è, invece, evidenziato, come si potesse ravvisare sia un difetto di coordinamento, per la fusione in senso stretto, con le cause e

⁷³ OPPO, *Fusione e scissione di società*, in *Studi in memoria Franco Piga, Diritto civile, diritto commerciale, economia e finanza, varie*, Milano 1992, p. 1569.

⁷⁴ BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino 2008

gli effetti della nullità della società per azioni, sia una violazione del diritto di difesa, sancito dall'art. 24 della costituzione, essendo totalmente preclusa la possibilità di pronunciare l'invalidità una volta iscritto l'atto.

La tutela risarcitoria verrebbe così ad essere una tutela del tutto illusoria e inadeguata a reintegrare gli interessi dei soci di minoranza e dei terzi alla regolarità e alla legalità degli atti sociali violati da una fusione contraria alla legge.

Infatti, emerge chiaramente dalla Relazione di accompagnamento al decreto di attuazione della III direttiva⁷⁵ che tale soluzione è stata adottata in considerazione della rilevanza organizzativa dell'operazione di fusione e, quindi, dall'esigenza di stabilizzare gli effetti scaturenti dall'iscrizione di fusione.

Il legislatore ha reputato necessario tutelare il ragionevole affidamento riposto, dai soci e dai terzi, nella sussistenza di una nuova organizzazione societaria generata dalla fusione, ed ormai pienamente operativa nel traffico giuridico; ha, inoltre, inteso salvaguardare la stabilità di "un complesso imprenditoriale ormai operante", in considerazione soprattutto delle difficoltà che il giudice avrebbe incontrato nell'eliminare gli effetti e tentare di riprodurre le società preesistenti.

Si può così ravvisare un *favor* per la prosecuzione dell'attività imprenditoriale svolta dalla società risultante, in linea, sicuramente, con l'esigenza di aumento della competitività delle aziende che un'operazione di concentrazione, come la fusione, può offrire.⁷⁶

Occorre analizzare se l'invalidità della fusione, così come recita la norma, faccia riferimento solo ai vizi propri dell'atto di fusione (ad esempio la presenza di un'anomalia nella forma dell'atto: invalidità diretta), oppure si estenda anche ai vizi che inficiano le altre fasi del procedimento (invalidità derivata).

L'interpretazione restrittiva sembra dover essere respinta; come ritiene parte della dottrina⁷⁷, infatti, sarebbe contrastante con la *ratio* della disciplina sopra evidenziata.⁷⁸

⁷⁵ d.lgs 22/1991.

⁷⁶ SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004.

⁷⁷ SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004.

Si assiste così ad un arretramento della tutela reale nei confronti di quella obbligatoria. Occorre, quindi, capire come operi la tutela obbligatoria, in assenza di una tutela di tipo reale, sia sotto un profilo soggettivo, sia sotto un profilo oggettivo.

Per quanto riguarda il primo, il legislatore, forse in virtù di una compensazione adeguata di soci e terzi pregiudicati da una fusione divenuta inattaccabile, non ha previsto per la legittimazione attiva e per la legittimazione passiva alcun tipo di limitazione.

Si deve ritenere, perciò, che quest'azione possa essere proposta da tutti gli azionisti nonché da tutti i terzi che abbiano subito un danno.

La legittimazione attiva spetterà all'azionista che abbia subito un danno direttamente, nel proprio patrimonio, oppure, anche, quando lo abbia subito la società nella quale egli aveva una partecipazione; in questo caso egli potrà far valere in giudizio solo quella frazione del danno subito dalla società in proporzione all'originaria quota di partecipazione, lasciando così la possibilità a ciascuno degli altri soci di esperire l'azione per il risarcimento.

Deve, inoltre, specificarsi che tale azione non è preclusa ai soci che abbiano approvato il progetto; questi potrebbero averlo approvato ritenendo vantaggiosa l'operazione per la società, senza poter avvertire prontamente l'iniquinà del rapporto di cambio e tutte le altre valutazioni riguardanti la fusione.

L'esecuzione della fusione è suscettibile di arrecare danno anche ai creditori e i terzi.

Per quanto riguarda i primi si è già detto precedentemente ⁷⁹ in relazione all'azione di risarcimento e al diritto di opposizione; in questo caso, appare opportuno specificare che la prova del pregiudizio offerto dalla fusione non può esaurirsi nella prova di una violazione procedimentale, ma bisogna dimostrare la diminuzione della garanzia patrimoniale.

La risarcibilità del danno da fusione deve estendersi anche ai creditori posteriori alla pubblicazione del progetto; in questo caso, infatti, i creditori seppur dispongano di uno

⁷⁸ come viene evidenziato dalla Scognamiglio: i vizi del procedimento di fusione, una volta iscritto l'atto, rilevano, sul piano esterno, soltanto come vizi dello stesso, venendo sanati dalla sua iscrizione.

⁷⁹ Paragrafo 3.

strumento informativo che consente adeguate valutazioni circa la convenienza della fusione, potrebbero risultare pregiudicati da un atto di fusione difforme dal progetto pubblicato.

Naturalmente ciò presuppone la prova del rapporto di causalità tra il pregiudizio e la contestata illegittimità.

La legittimazione attiva spetta anche agli obbligazionisti; per coloro che non abbiano esercitato il diritto di conversione il danno risarcibile può derivare dalla violazione dell'art. 2503 *bis* e dalla fissazione di un rapporto di cambio non congruo.

Va accertato se l'intervenuta approvazione della fusione da parte dell'assemblea degli obbligazionisti, oltre a precludere il diritto di opposizione, possa impedire l'esercizio dell'azione risarcitoria per eventuali danni da fusione.

Non è dubbia la legittimazione del singolo obbligazionista ad agire in presenza di vizi del consenso formatosi in assemblea per l'incidenza di conflitti di interessi o influenzato da false situazioni patrimoniali.⁸⁰

Controversa è, invece, la soluzione nel caso in cui il possessore di obbligazioni fosse assente o abbia espresso il suo dissenso in sede di valutazione della decisione di fusione: egli potrebbe esperire l'azione attestando la lesione di un diritto individuale ricollegabile all'esecuzione dell'operazione.

Per quanto riguarda gli obbligazionisti convertibili che non abbiano esercitato la facoltà di conversione anticipata, la loro posizione è da equipararsi a quella dei soci: l'eventuale incongruità del rapporto di cambio incide anche sulla garanzia di equivalenza dei diritti nella società post-fusione, rispetto a quelli spettanti precedentemente all'operazione.

Come si è già detto, la norma non prevede alcuna limitazione in ordine alla legittimazione per l'azione risarcitoria, si può, quindi, ritenere che questa spetti anche ai possessori di strumenti finanziari.

Passando all'esame della legittimazione passiva, si deve notare come, anche in questo caso, il legislatore non fornisca alcun limite.

⁸⁰ BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino 2008.

Si può, quindi, ravvisare una responsabilità, circoscritta all'esame degli atti e all'esistenza o meno di difformità rispetto al modello legale, più facilmente ravvisabile, e una responsabilità in capo agli amministratori e agli esperti, riguardante la fase della contrattazione, più complessa.

Si può, quindi, in relazione alla prima tipologia, configurare una responsabilità del notaio rogante, ove non abbia rilevato eventuali situazioni ostantive o irregolarità nel procedimento da un punto di vista formale e di documentazione richiesta.

È configurabile, altresì, la responsabilità dell'ufficio del registro delle imprese per i danni derivanti dall'inesatto controllo sulla regolarità del procedimento, sulla completezza della documentazione inerente all'operazione e sulla ricorrenza delle condizioni richieste dalla legge per l'iscrizione dell'atto.

Per quanto riguarda la seconda tipologia, questa riguarda l'esclusiva competenza degli amministratori a redigere il progetto, a negoziarne le condizioni, a illustrare lo stato economico delle società partecipanti e a giustificare sia l'opportunità dell'operazione, sia la congruità del rapporto di cambio.

La responsabilità degli amministratori è di natura contrattuale, in quanto fondata sulla violazione o sull'inesatto adempimento degli obblighi preesistenti.

Per questo motivo, i soci o i terzi che agiscono devono provare la violazione degli amministratori, la lesione del proprio interesse ed il nesso di causalità e non anche l'elemento soggettivo di dolo o colpa; sull'amministratore convenuto grava l'onere di dimostrare il corretto espletamento dei propri doveri.

La responsabilità dei sindaci è ravvisabile soltanto in relazione al principale obbligo di controllo sul contenuto della relazione degli amministratori laddove si deve giustificare il progetto di fusione ed il rapporto di cambio sotto il profilo economico e giuridico.

È configurabile, altresì, la responsabilità degli esperti per le irregolarità commesse nell'esercizio delle loro funzioni; va precisato che essi sono chiamati a pronunciarsi in merito al rapporto di cambio e non all'intero progetto di fusione.

La previsione di queste responsabilità in capo agli amministratori e agli esperti, raramente consente, in ipotesi di pregiudizio da fusione, l'integrale restaurazione dell'interesse violato, sia per il gravoso onere finanziario che il loro esercizio implica, sia per l'estrema difficoltà di provare gli inadempimenti.

La soluzione prospettata era quella di estendere la responsabilità da fusione alla società incorporante (o risultante dall'operazione), sfruttando uno spunto in tal senso

della Relazione al decreto di attuazione della III direttiva 78/855/CEE, ciò al fine di offrire al socio e al terzo danneggiato la garanzia patrimoniale.⁸¹

La configurazione di un'obbligazione autonoma della società se vale a garantire il ristoro delle ragioni dei creditori e dei terzi non vale a ristorare integralmente il pregiudizio per il socio leso dall'incongruità del rapporto di cambio; infatti, la condanna della società al risarcimento del danno subito da alcuni azionisti, comporterebbe il corrispondente depauperamento del patrimonio sociale che si rifletterebbe nella svalutazione delle singole partecipazioni.

I soci danneggiati, nel momento in cui conseguono il ristoro del pregiudizio sofferto, subiscono al contempo un danno riflesso per effetto del depauperamento, che l'erogazione delle somme, in veste di risarcimento, arreca al patrimonio sociale.

Per questo c'è chi ritiene debbano essere cercate soluzioni alternative.⁸²

Passando ad analizzare il profilo oggettivo ci si chiede cosa debba intendersi per danno da fusione al fine di analizzare le tipologie dei pregiudizi risarcibili e i criteri per la loro quantificazione.

Sotto il primo aspetto si rileva che l'esempio più frequente di danno da fusione è rappresentato da pregiudizio conseguente all'incongrua determinazione del rapporto di cambio.

Le ragioni di questo fenomeno risiedono nella funzione svolta dal concambio che è quella di stabilire la quantità di azioni della società post-fusione da assegnare ai soci delle società partecipanti; esso è il cuore della fusione essendo frutto di una contrattazione tra gli amministratori e non di un semplice calcolo matematico.⁸³

⁸¹ Come rileva Santagata, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004 diversi sono i percorsi argomentativi utilizzati per arrivare a questa conclusione.

⁸² SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. società 2004*, p. 1515 propone un'azione di responsabilità nei confronti dell'azionista di controllo che abbia eventualmente abusato del voto. Infatti, dice, se è logico ritenere che l'operato degli amministratori, nella determinazione del rapporto di cambio, sia specificamente diretto al perseguimento degli interessi del gruppo di comando, non è difficile prefigurare possibili conseguenze di tale condizionamento sul contenuto della decisione.

⁸³ Come rileva SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. società 2004*, p. 1515, il momento fondativo dell'operazione è la determinazione del rapporto di cambio il quale assolve la funzione di prezzo delle azioni della società risultante dalla fusione. Con

Dal momento che è possibile optare per più metodi di valutazione si può conseguire che esistono diversi tipi di concambi congrui, all'interno dei quali gli amministratori possono discrezionalmente scegliere quale soddisfi maggiormente gli interessi delle società partecipanti.

Si può, quindi, parlare di incongruità del rapporto di cambio nelle ipotesi in cui la scelta cada su di un valore esterno al *range* indicato, determinandosi una lesione del valore delle azioni di tutti i soci della società svantaggiata.

Circa le modalità di risarcimento appare opportuno escludere che il giudice possa, accertata l'inesattezza del concambio successivamente all'iscrizione dell'atto, possa modificarlo in modo da ripristinare la violata parità di trattamento dei soci.

Occorre puntualizzare, poi, l'aspetto riguardante le modalità del computo del danno da fusione; l'entità del risarcimento va determinata, anche in questo caso, in base al danno emergente e al lucro cessante.

Il danno emergente è rappresentato dal valore effettivo della partecipazione del socio da calcolare in relazione al loro valore complessivo, all'entità della quota posseduta e tenendo conto dei vantaggi che derivano dalla fusione.

Costituisce, invece, lucro cessante il valore che sarebbe stato ipoteticamente acquisito dalla partecipazione dove si fosse realizzata una fusione più favorevole.⁸⁴

In conclusione si può dire che l'art. 2504 *quater* definisce i confini e i collegamenti tra la tutela reale (sentenza che accerta la invalidità della fusione) e tutela obbligatoria

riferimento al procedimento di formazione del rapporto di cambio si possono distinguere due fasi. Nella prima si esprime una comparazione obiettiva dei valori dei capitali economici delle società partecipanti e si forma un concambio teorico; nella seconda si sviluppa un confronto tra gli amministratori delle società interessate, la cui risultante consiste nel rapporto di cambio giudicato conveniente dalle parti, si definisce così il concambio effettivo. Dalla determinazione di tale rapporto si ottiene il numero delle azioni da assegnare ai soci delle società partecipanti in cambio delle azioni che questi possiedono e che, per effetto della fusione, vengono annullate.

⁸⁴ In questo caso l'attore deve dimostrare 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 oppure fosse stata realizzata diversamente.

(sentenza di condanna al risarcimento del danno che deriva ai soci e ai terzi dall'invalidità della fusione).⁸⁵

Alla luce di quanto finora osservato bisogna cercare di capire come questa forma di tutela si vada a coordinare con le esigenze di semplificazione precedentemente descritte.

Appare evidente come, nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento, la posizione dei soci di minoranza e la posizione dei terzi non sia pienamente tutelata, per i motivi già ampiamente descritti, e, quindi, fondamentale risulta l'utilizzo dell'azione risarcitoria.

Questa rimane l'unica forma di tutela, una tutela che, come si è visto, non è equiparabile alle altre forme di tutela preventive, in quanto permette ai soggetti pregiudicati l'unica possibilità di ottenere il risarcimento del danno senza poter intaccare gli effetti risultanti dal procedimento di fusione.

Si può rilevare, ancora una volta, come la riforma abbia attribuito maggiore rilevanza all'interesse sociale, ad una maggiore libertà nello svolgere l'attività dell'impresa, senza prevedere e affiancare a questa libertà un'adeguata serie di rimedi, sia nei confronti dei soci, pregiudicati dalla incongrua determinazione del concambio, sia nei confronti dei creditori e, in particolare, degli obbligazionisti.

L'impressione è che, alla luce dell'indebolimento del diritto all'informazione, fondamentale per soci e terzi, come già chiarito, la sostituzione della tutela demolitoria con quella risarcitoria comporti un ulteriore affievolimento della tutela.⁸⁶

⁸⁵ AFFERNI, *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. Comm.* 2009, I, p. 189.

⁸⁶ PORTALE, *L'invalidità delle delibere assembleari: tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *La società per azioni oggi. Tradizione. Attività. Prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006*, Milano 2007, p. 611.

5. Le criticità nella tutela del credito

Si è cercato finora di analizzare le varie forme di tutela concesse dal legislatore alla luce, e in virtù, degli interventi semplificatori operati, dapprima, attraverso il d.lgs n. 6 del 2003 e, successivamente, con il d.lgs 123 del 2012.

La mano del legislatore è intervenuta sulla disciplina delle fusioni e delle scissioni, prevedendo una serie di semplificazioni procedurali e sostanziali che incentivassero, attraverso la riduzione di oneri burocratici e di tempi, il ricorso a queste operazioni straordinarie.

L'esigenza di semplificazione si è concretizzata con l'obiettivo di snellire le operazioni di fusione e scissione; risultato raggiunto, come si è visto, introducendo la possibilità di omettere determinati adempimenti, prevedendo la riduzione dei termini, e stabilendo la facoltà di rinuncia, con il consenso unanime, al decorso del tempo in relazione a specifici atti.

Interventi, questi, che introducono delle regole diversificate in considerazione della tipologia delle società partecipanti e in relazione alla grandezza, prevedendo un grado minimo di procedimento per le società di piccole dimensioni e una massima garanzia di trasparenza per le società che fanno appello al pubblico risparmio.

Il legislatore è intervenuto in maniera importante nell'ambito di queste operazioni ma sarebbe potuto essere ancora più incisivo in ordine a vari aspetti, soprattutto in relazione alle aree di tutela dei soci e dei terzi.

Si è rilevato come gli interventi legislativi abbiano valorizzato alcuni principi di fondamentale importanza: quello della celerità nello svolgimento delle procedure e quello della continuità dell'attività in occasione delle trasformazioni strutturali, così da tutelare l'interesse ad una più adeguata forma organizzativa dell'impresa.

Tutta la riforma è improntata sulla valorizzazione del carattere imprenditoriale delle società e sulla promozione della società-impresa; come si è già visto, cinque degli otto principi generali indicati nella legge delega 366/2001 fanno espressamente riferimento al momento imprenditoriale della società.⁸⁷

⁸⁷FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.* 2003, I, p. 728.

Tuttavia, come si è a più riprese rilevato, il costo della valorizzazione di tali principi non si è rilevato innocuo.

5.1. I creditori

L'operazione di fusione produce degli effetti anche nei confronti dei terzi e in particolare dei creditori sociali.

Questi, infatti, a seguito della fusione si ritrovano a dover concorrere tutti su uno stesso patrimonio sociale, in quanto questa comporta una concentrazione dei patrimoni delle varie società che vi partecipano; essa può quindi determinare una lesione dell'integrità patrimonio su cui fanno affidamento i creditori.

A questo proposito il legislatore ha introdotto uno strumento che è quello dell'opposizione.

Come si è visto, quest'istituto ha la facoltà di sospendere il procedimento di fusione permettendo ai creditori di essere soddisfatti e di non ottenere un pregiudizio dall'esecuzione dell'operazione.

Ma anche in questo caso, è necessario analizzare lo strumento concesso dal legislatore alla luce delle semplificazioni introdotte nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento.

Per quanto riguarda la tutela dei creditori il discorso può essere affrontato su due fronti.

In primo luogo, si deve analizzare il problema della pubblicità; come è stato detto, infatti, l'intervento del legislatore del 2012 ha previsto la possibilità di una forma di pubblicazione del progetto di fusione alternativa al registro delle imprese, ossia la pubblicazione sul web.

I problemi che nascevano riguardavano la possibilità che il creditore venisse a conoscenza di tale pubblicazione in maniera tempestiva e in tempo utile per poter esercitare il diritto di opposizione.

Infatti, nell'attuare la direttiva comunitaria, il legislatore italiano non ha previsto un rimando diretto al sito interessato; il rischio è che il creditore non trovando alcuna iscrizione nel registro delle imprese e non possedendo il sito esatto della società possa non venire a conoscenza dell'iscrizione del progetto, o venire a conoscenza della fusione solo in seguito all'iscrizione dell'atto, e non esercitare il proprio diritto.

La soluzione prospettabile sarebbe quella di una pubblicazione del link del sito della società nel registro delle imprese; in questa maniera i creditori, consultando il registro verrebbero a conoscenza del sito; il sito dovrà, inoltre, possedere le caratteristiche di sicurezza tecnologica e di permanenza del tempo.

Si raggiungerebbe, così, lo scopo della semplificazione senza creare, nel contempo, confusione e, solo così, si potrà assicurare al creditore una conoscenza piena.

Il secondo problema che sorge in relazione alla tutela del ceto creditorio è quello relativo alla non applicazione della norma riguardante la situazione patrimoniale.

La situazione patrimoniale è quel documento che attesta la situazione economica e finanziaria delle società partecipanti, riferita ad un periodo non antecedente i centottanta giorni; è un documento, quindi, fondamentale per i creditori.

Essi, infatti, attraverso le informazioni in essa contenute possono verificare le condizioni economiche della società e verificare la sussistenza di eventuali pregiudizi conseguenti all'operazione di fusione.

In assenza di questo documento il creditore perde un'importante fonte conoscitiva, necessaria per il concretizzarsi della tutela.

L'eliminazione di un simile documento non sembra, perciò, giustificata neanche in virtù di un'esigenza di semplificazione.

5.2. *Gli obbligazionisti e i possessori di strumenti finanziari*

Come si è avuto modo di vedere, un'altra categoria di soggetti che potrebbero subire una lesione dei propri interessi dall'operazione di fusione è la categoria degli obbligazionisti.

Gli obbligazionisti appartengono alla categoria più ampia dei creditori, quindi, per quanto riguarda i profili di criticità della relativa tutela, si rimanda alle considerazioni fatte nel paragrafo precedente.

Un discorso diverso, e più approfondito, deve essere fatto, però, in relazione ad un particolare tipo di obbligazionisti, quello degli obbligazionisti convertibili.

Questi soggetti, in base all'attuale disciplina, possono decidere in che veste partecipare alla fusione; essi, infatti, possono decidere di prendervi parte o in quanto soci, nel caso in cui esercitino la facoltà di conversione anticipata, o in quanto creditori, nel caso in cui non dovessero servirsi di tale possibilità.

Nella prima ipotesi saranno assoggettati alla disciplina sulla tutela relativa ai soci; potranno, quindi, decidere se rimanere nella società risultante dalla fusione o se vendere le proprie azioni all'incorporante secondo un prezzo stabilito in base ai medesimi criteri stabiliti per il recesso.

Nella seconda ipotesi, invece, in quanto creditori, dovranno essere loro assicurati diritti equivalenti a quelli di cui erano titolari prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti venga approvata dall'assemblea di categoria; dovranno essere inoltre riconosciuti tutti i diritti spettanti ai creditori.

Il problema principale che si pone, riguardo a questa categoria di soggetti, è la difficoltà, che questi possono incontrare, nel decidere se esercitare o meno la facoltà di conversione.

In altre parole la loro scelta sarà basata sulla convenienza di avvalersi o meno della facoltà di conversione, nel caso in cui il rapporto di cambio sia favorevole.

Esso assume in relazione agli obbligazionisti convertibili una duplice funzione; da un lato costituisce il parametro in funzione del quale deve essere modificato il rapporto di conversione in azioni, dall'altro misura la quota del capitale netto della società risultante di cui gli obbligazionisti saranno titolari.

È necessario, quindi, che la determinazione del rapporto di cambio sia congrua.

È necessario che il rapporto di conversione sia modificato in modo da lasciare inalterato il peso relativo alla partecipazione complessiva riservata agli obbligazionisti rispetto a quella degli altri soci attuali della società emittente e in modo da non diluire la loro posizioni di azionisti potenziali in misura non proporzionale al valore del capitale netto della società emittente, favorendo un trasferimento di ricchezza a favore degli azionisti delle altre società partecipanti.

La congruità del rapporto di cambio, per questi soggetti, assume importanza rilevante.

Ma, come si è avuto modo di ribadire in più riprese, nell'incorporazione di società posseduta al novanta per cento, la determinazione del concambio nonostante venga illustrata nel progetto non viene giustificata, né attraverso il metodo che ha portato a quella precisa determinazione, né attraverso un controllo esterno, eseguito dagli esperti, in relazione alla sua congruità.

Il d.lgs 123 del 2012, infatti, ha introdotto la possibilità di omettere la relazione degli esperti e la relazione degli amministratori, qualora venga concesso ai soci

dell'incorporata di vendere le proprie azioni ai soci dell'incorporante, per un prezzo da determinarsi in base ai criteri stabiliti per il recesso.

Appare evidente, quindi, come la posizione degli obbligazionisti convertibili venga compromessa.

Essi, non solo non sono in grado di stabilire cosa sia più favorevole per i loro interessi, ma non sono neanche in grado, una volta decisa la strada da percorrere, di capire se abbiano subito o meno un pregiudizio; e, nel caso in cui successivamente ne vengano a conoscenza, avranno diritto esclusivamente ad una tutela obbligatoria di risarcimento del danno, certo non paragonabile ad un'azione reale che permetta un ristoro completo dei propri pregiudizi.

Discorso simile può essere fatto nel caso dei possessori di strumenti diversi dalle azioni.

Per tutti questi soggetti il rapporto di cambio non assume un ruolo marginale ma un ruolo centrale; l'eliminazione di una qualsiasi informazione a riguardo impedisce una soddisfazione piena delle loro ragioni e apre la strada ad un abuso sempre maggiore da parte del gruppo si controllo.

Il legislatore attraverso queste semplificazioni ha sicuramente ottenuto un risparmio di tempo e ha accelerato la procedura di fusione, l'eliminazione degli sgravi burocratici ha incentivato l'utilizzo di queste operazioni, ma il prezzo che si è pagato è stato quello di valorizzare la libertà d'impresa a discapito delle ragioni dei terzi, si è data maggiore rilevanza all'interesse sociale e meno importanza agli interessi esterni rispetto a quello sociale.

È opinione di chi scrive, così come riportato da una grossa parte della dottrina⁸⁸, che si possa parlare di una riforma compiuta solo dove ad una esigenza di semplificazione venga affiancata una tutela adeguata di tutti quei soggetti che possiedono un interesse diverso, e comunque non necessariamente in conflitto, con quello della società-

⁸⁸ FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.* 2003, I, p. 728; LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società* 2004, p. 1343; PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. società*, 2003, p. 507; SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889.

impresa; la semplificazione non avrebbe dovuto esplicitarsi nell'eliminazione delle informazioni, diritto fondamentale di chi deve decidere come tutelarsi.

Si corre il rischio così, non solo di pregiudicare gli interessi ma anche di non dare la possibilità ai loro titolari di rendersene conto.

L'impressione è che la tanto acclamata libertà d'impresa sia stata messa in primo piano oscurando così le ragioni di chi l'impresa comunque la costituisce.

Per concludere occorre rispondere all'interrogativo che all'inizio della trattazione si era posto: il legislatore ha raggiunto lo scopo previsto dalla legge delega?

L'opinione dei più è in senso negativo⁸⁹.

Si rileva infatti come tale obiettivo si possa considerare raggiunto solo dove al rafforzamento della libertà e della competitività d'impresa si affianchino una maggior attenzione e una maggiore tutela degli interessi coinvolti.

La riforma, dunque, avrebbe dovuto attuare un bilanciamento più equo ed incisivo.

⁸⁹ In questo senso: FORTUNATO, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm.* 2003, I, p. 728 ss: *l'impressione è che la riforma sia unicamente orientata in favore delle libertà dell'impresa societaria, e non offra gli adeguati e opportuni bilanciamenti*; LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società* 2004, p. 1343 ss; Perrino, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. società*, 2003, p. 507;

IV. Osservazioni conclusive: una prospettiva di revisione della disciplina

Come si è cercato di mettere in luce nel corso dell'analisi, dalla mediazione effettuata, nella fusione semplificata per incorporazione di società controllata, tra interessi della semplificazione e interessi dei soggetti esterni al gruppo di comando, non emerge un bilancio positivo.

La semplificazione dei procedimenti di fusione e scissione, introdotta nel nostro ordinamento attraverso il recepimento delle direttive comunitarie⁹⁰ che nel tempo si sono susseguite, ha risposto ad un'esigenza avvertita nella prassi, dalla quale è emerso che la documentazione richiesta e gli adempimenti previsti per l'attuazione di un procedimento di fusione e scissione risultano, in alcuni casi, eccessivi in relazione agli interessi tutelati.

Lo scopo del legislatore comunitario è quello di valorizzare, attraverso lo snellimento delle procedure e attraverso la diminuzione degli sgravi burocratici, il carattere imprenditoriale delle società, in modo che queste siano più competitive a livello globale.

Gli interventi si sono, così, concretizzati con la semplificazione e la riduzione degli obblighi informativi e documentali, e i conseguenti oneri amministrativi, a carico delle società coinvolte in processi di fusione e scissione.

Nelle premesse dell'ultima direttiva emanata, la n. 2009/109/CE si legge, infatti, che: *“Il settore del diritto societario è stato identificato come fonte di numerosi obblighi di informazione a carico delle società, alcuni dei quali sembrano superati ed eccessivi. Occorre pertanto riesaminare tali obblighi e, laddove appropriato, ridurre gli oneri amministrativi gravanti sulle società all'interno della comunità al minimo necessario per proteggere gli interessi delle altre parti in causa”*.

Nel corso del lavoro si è, più volte, rilevato come non sempre tali interessi vengano protetti dalle norme di recepimento, facendo riferimento sia ai soci di minoranza, sia ai

⁹⁰Si fa ancora una volta riferimento alle direttive: 77/91/CEE, 78/855/CEE, 82/891/CEE, 2005/56/CE, tutte modificate dalla direttiva 2009/109/CE.

creditori; si cercherà, quindi, di trovare delle soluzioni alternative a quelle scelte dal legislatore, provando a coordinare l'esigenza di semplificazione con quella di tutela.

Innanzitutto, per coerenza di trattazione, occorre distinguere le semplificazioni documentali da quelle pubblicitarie.

Per quanto riguarda queste ultime i problemi maggiori, già rilevati⁹¹, riguardano la pubblicazione nel sito internet del progetto di fusione, pubblicazione alternativa, e quindi di conseguenza, produttiva dei medesimi effetti dell'iscrizione nel registro delle imprese.

In questo caso l'intervento del legislatore è stato lacunoso sotto diversi profili.

Quello che in questa sede è opportuno analizzare, riguarda la sicurezza del sito, in quanto ha ripercussione sul piano delle tutele.

Con l'espressione "sicurezza del sito" si evocano misure tese a far sì che:

- i. Il sito raggiunto sia davvero quello desiderato dall'utente;
- ii. Il contenuto del sito non sia stato alterato da soggetti non autorizzati.

Per quanto concerne il primo obiettivo, la soluzione preferibile è quella prospettata da una parte della dottrina⁹²; sarebbe auspicabile il rimando ad un sito tramite link da inserirsi nel registro delle imprese.

Si ridurrebbero i costi e l'equiparazione tra le due modalità pubblicitarie sarebbe raggiunta; questa è anche la soluzione adottata da altri stati membri come il Belgio e la Spagna.

Per quanto riguarda l'alterazione del contenuto del sito da soggetti non autorizzati, il problema sarebbe facilmente risolvibile attraverso il ricorso alla firma digitale, tecnologia già utilizzata in altre vicende societarie e quindi già disponibile tra gli operatori.

⁹¹ Paragrafo 1.1.

⁹² BUSANI, *Ma internet semplifica davvero fusioni e scissioni?*, in *Le Società*, 2012, p. 1029 ss; DEMURO, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione*, in *Relazione dattiloscritta al convegno annuale di "Orizzonti del diritto commerciale"*, 2013.

NASTRI, BECHINI, *Perduti nel web: pubblicazione del progetto di fusione nel sito internet della società*, in *Le Società*, 2012, p. 1035 ss.

Le ripercussioni più incisive e problematiche sul piano delle tutele sono dovute, però, alle semplificazioni documentali.

Semplificazioni documentali che, nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento, oggetto di questo studio, comportano una significativa diminuzione della protezione degli interessi dei soci "esterni" e dei terzi.

Le semplificazioni si esplicano, infatti, in una diminuzione dell'obbligo informativo e in una riduzione delle informazioni spettanti ai soci ed ai terzi, e in particolare di quelle riguardanti il rapporto di cambio.

I motivi per i quali tali informazioni sono estremamente importanti per questi soggetti, sono già stati esposti, si proverà quindi a delineare una soluzione alternativa.

Le considerazioni effettuate partono dalla lettura del dettato comunitario nel quale si legge che *"occorre riesaminare gli obblighi e ridurre gli oneri amministrativi gravanti sulle società al minimo necessario per poter proteggere gli interessi delle altre parti in causa"*.

Quello che si è notato è, però, come *gli interessi delle altre parti in causa* non siano stati protetti e gli oneri ridotti oltre il minimo necessario per poter raggiungere questo scopo.

Se la mancanza di tutte le informazioni contenute nella situazione patrimoniale, nella relazione degli amministratori e nella relazione degli esperti, risulta giustificata e senza rilevanti conseguenze nel caso di incorporazione di società integralmente posseduta, lo stesso non si può dire nell'ipotesi di incorporazione di società posseduta al novanta per cento.

La presenza dei soci di minoranza rende necessarie, ai fini della tutela dei loro interessi, tutte le informazioni che, invece, viene concesso di omettere.

Per questo motivo si ritiene che le istanze di semplificazione siano applicabili, e siano anche necessarie, in tutte quelle ipotesi in cui non vi è una parte di soggetti che può subire un pregiudizio rilevante dall'operazione.

In tutti gli altri casi, anche dove la percentuale di questi soggetti sia minima, tali semplificazioni non dovrebbero essere attuate.

Volendo, però, attuare comunque le semplificazioni, una soluzione potrebbe essere quella di agire sul piano delle tutele *post* fusione.

Si potrebbe per esempio prevedere una separazione delle tutele, prevedendo da un lato una tutela esclusivamente risarcitoria nel caso di invalidità della fusione e, dall'altro una tutela reale in caso di incongruità del rapporto di cambio.

In questo caso all'invalidità, sotto forma di invalidità relativa, dovrebbero legittimarsi solo i soggetti portatori degli interessi esterni, prevedendo, che tale azione sia subordinata all'esistenza di un grave pregiudizio e con un termine di decadenza molto breve.

Si potrebbe, sempre sulla linea di questa separazione, addirittura prevedere due procedimenti separati, di cui uno diretto ad accertare l'incongruità del rapporto di cambio e l'altro diretto all'attuazione della fusione.

Un'ulteriore soluzione, infine, potrebbe profilarsi in relazione alla pubblicità; si potrebbe, cioè, prevedere, per la pubblicità, un'efficacia solo parzialmente costitutiva per un termine breve.

In questa maniera si posticipa la costituzione della fusione a questo termine, dando la possibilità ai portatori di quegli interessi esterni che abbiano subito un pregiudizio, di poter invalidare parzialmente (per esempio, per quanto riguarda il rapporto di cambio) l'atto di fusione.

La materia è, tuttavia, molto complessa e non può certo essere liquidata in un così breve commento.

Visti i problemi messi in rilievo, si auspica un intervento da parte del legislatore, un intervento più coraggioso che sia sintomo di una maggiore attenzione nei confronti di tutti quei soggetti "esterni", portatori di interessi diversi da quello dell'impresa.

Bibliografia

- **ABRIANI, CALVOSA**, *Obbligazioni. Strumenti finanziari partecipativi. Patrimoni destinati*, in *Diritto delle società per azioni*, Milano, 2003, p. 78 ss.;
- **AFFERNI**, *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, in *Giur. Comm.* 2009, I, p. 189 ss.;
- **ATLANTE**, *La fusione semplificata*, in *Riv. notariato*, 2007, III, p. 637 ss.;
- **BELLEZZA**, *Fusioni, scissioni, trasformazioni e verbali assembleari: spunti di riflessione per qualche semplificazione*, in *Riv. notariato* 2002, I, p. 313 ss.;
- **BELTRAMI**, *La nuova legge spagnola sulle società di capitali*, in *Riv. società* 2011, p. 77 ss.;
- **BELTRAMI**, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino 2008
- **BELTRAMI**, *Accoglimento dell'opposizione dei creditori ex art. 2503 c.c. a fusione già eseguita*, in *Giur. Comm.* 2005, II, p. 198 ss.;
- **BELTRAMI**, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria ex art. 2504 quater*, in *Riv. società*, 2002, p. 1223 ss.;
- **BERGAMASCHI**, *Sulla congruità del rapporto del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche*, in *Riv. dottori comm.*, 2012, II, p. 295 ss.;
- **BRODASCA**, *Sub art. 2505 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, artt. 2498-2506 quater, Milano, 2006, p. 997 ss.;
- **BUONOCORE**, *La fusione*, in *La riforma del diritto societario*, , Torino, 2003 p. 463 ss.;
- **BUONOCORE**, *Manuale di diritto commerciale*, Torino 2006, p. 462 ss.;
- **BUSANI**, *Ma internet semplifica davvero fusioni e scissioni?*, in *Le Società*, 2012, p. 1029 ss.;
- **CACCHI PESSANI**, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da Marchetti, Bianchi, Ghezzi e Notari, artt. 2498-2506 quater, Milano, 2006, p. 719 ss.;
- **CAGNASSO, D'ARRIGO**, *La fusione delle società*, in *Le nuove S.P.A.*, diretto da Cagnasso, PANZANI, Bologna, 2010, II, p. 1525 ss.;
- **CAGNASSO**, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da Cottino, BONFANTE, artt. 2484-2548, Bologna, 2004, p. 2349 ss.;

- **CAMPOBASSO**, *La riforma delle società di capitali e delle società cooperative, aggiornamento della 5° edizione del diritto commerciale 2. Diritto delle società*, Torino 2004, p. 231 ss;
- **CARDUCCI ARTENISIO**, *Dall'armonizzazione minimale alla denazionalizzazione la direttiva 2005/ 56/ CE in materia di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. Comm 2008*, I, p. 1194 ss;
- **CARRARO**, *Le trasformazioni eterogenee*, Torino 2010;
- **CAVANNA**, *La fusione*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, in *Operazioni straordinarie*, Padova 2011, p. 390 ss;
- **CERRAI, GRIPPO**, *La fusione*, in *Diritto commerciale*, di Allegri, Calvosa, Cerrai, d'Alessandro, Fortunato, Grippo, Maffei Alberti, Mangini, Partesotti, Piras, Scognamiglio, Volpe Putzolu, Zanarone, Bologna 2004, p. 369 ss;
- **CHIRILLI**, *Diritto di recesso e rimborso delle azioni nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*. 2005, II, p. 146 ss;
- **CORSI**, *Diritto dell'impresa*, Milano 2003, p. 466 ss;
- **D'ANGELO**, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, artt. 2484-2641, Torino, 2010;
- **DE ANGELIS**, *Le operazioni di trasformazione, fusione e scissione nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. società 2002*, p. 41 ss;
- **DEMURO**, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione*, in *Relazione dattiloscritta al convegno annuale di "Orizzonti del diritto commerciale"*, 2013;
- **DE RUVO, OCCHETTA**, *La fusione di società*, Milano, 2003, p. 16 ss.;
- **FAUNELE, MUCCIARELLI**, *Questioni in tema di fusioni transfrontaliere*, in *Giur. Comm 2008*, I, p. 744 ss;
- **FERRARA JR, CORSI**, *La S.P.A.: le obbligazioni*, in *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, p. 433 ss.;
- **FERRI JR, GUIZZI**, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società, Liber amicorum per G.F. Campobasso*, diretto da Abbadessa, Portale, IV, Torino, 2007, p. 231 ss;
- **FIUME**, *La differenza da fusione: attualità e prospettive*, in *Riv. dottori comm.*, 2008, p. 713 ss;
- **FORTUNATO**, *I principi ispiratori della riforma delle società di capitali*, in *Giur. Comm. 2003*, I, p. 728 ss;

- **GRAZIANI, MINERVINI, BELVISO**, *Manuale di diritto commerciale*, Padova 2011, p. 371 ss;
- **IBBA**, *La pubblicità delle imprese*, Padova, 2012, p. 28 ss;
- **IRACE**, *Sub art. 2497*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, III, in *Società a responsabilità limitata, Liquidazione, Gruppi, Trasformazione, Fusione, Scissione, Artt. 2462-2510*, Torino 2003, p. 334 ss;
- **LATELLA**, *L'azione risarcitoria di responsabilità esercitata dalla minoranza*, Torino 2007;
- **LIBONATI**, *Gli strumenti finanziari partecipativi*, in *La società per azioni oggi. Tradizione. Attività, Prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006*, Milano 2007, p. 579;
- **LUCARELLI**, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. società 2004*, p. 1343 ss;
- **LUONI**, *Obbligazioni, Strumenti finanziari, titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna 2010, p. 215 ss;
- **MAUGERI**, *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanarone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Torino 2011, p. 537;
- **MICCOLI**, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, III, in *Società a responsabilità limitata, Liquidazione, Gruppi, Trasformazione, Fusione, Scissione, Artt. 2462-2510*, Torino 2003, p. 470 ss;
- **MUSCOLO**, *Gli strumenti finanziari*, in *Le nuove S.P.A.*, diretto da Cagnasso, Panzani, Bologna, 2010, II, p. 469 ss.;
- **NASTRI, BECHINI**, *Perduti nel web: pubblicazione del progetto di fusione nel sito internet della società*, in *Le Società*, 2012, p. 1035 ss;
- **NICCOLINI**, *art. 2487 ter*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini, Stagno d'Alcontres, III, Napoli 2004, p. 1762;
- **OPPO**, *Fusione e scissione di società*, in *Studi in memoria Franco Piga, Diritto civile, diritto commerciale, economia e finanza, varie*, Milano 1992, p. 1569;
- **OTTIERI**, *Riflessioni in tema di postdatazione e cancellazione degli effetti dell'atto di fusione*, in *Giur. Comm 2010*, II, p. 514 ss;
- **PAPAGNI**, *La validità della notifica alla società incorporata per fusione (anche se "ante" novella)*, in *Diritto e Giustizia 2010*, p. 439 ss;
- **PERRINO**, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. società*, 2003, p. 507 ss.;

- **PERRINO**, *Sub artt. 2501, 2501 bis, 2501 ter, 2501 quater, 2501 quinquies, 2503, 2503 bis*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, III, Napoli 2004, p. 1967 ss;
- **PERRINO**, *Sub artt. 2505, 2505 bis*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, III, Napoli 2004, p. 1988 ss;
- **POMELLI**, *Delisting di società quotata tra interesse dell'azionista di controllo e tutela degli azionisti di minoranza*, in *Riv. società* 2009, p. 407 ss;
- **PORTALE**, *L'invalidità delle delibere assembleari: tra tutela demolitoria e tutela risarcitoria*, in *La società per azioni oggi. Tradizione. Attività, Prospettive. Atti del convegno internazionale di studi, Venezia 10-11 novembre 2006*, Milano 2007, p. 611;
- **STELLA RICHTER JR**, *Opposizione dei creditori alla fusione e sospensione feriale dei termini: un parere*, in *Riv. notariato*, 2010, III, p. 835 ss;
- **RUSSO**, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *Codice commentato delle società*, a cura di Abriani, Stella Richter, artt. 2484-2641, Torino, 2010, p. 2331 ss;
- **SALERNO**, *Sub artt. 2503, 2503 bis*, in *La riforma delle società*, a cura di Sandulli e Santoro, III, in *Società a responsabilità limitata, Liquidazione, Gruppi, Trasformazione, Fusione, Scissione, Artt. 2462-2510*, Torino 2003, p. 446 ss;
- **SANGIOVANNI**, *Fusione di società e opposizione dei creditori*, in *Contratto e impresa*, 2010, p. 1348 ss.;
- **SANTAGATA**, *Le fusioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino, 2004, p. 442 ss.;
- **SANTAGATA**, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. società* 2004, p. 1515 ss;
- **SCOGNAMIGLIO**, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. notariato*, 2003, I, p. 889 ss.;
- **SCOGNAMIGLIO**, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo, Portale, Torino 2004, p. 280 ss;
- **SIMEOLI**, *La relazione degli esperti nel procedimento di fusione: ammissibilità della sua omissione in presenza del consenso unanime dei soci*, in *Giur. Merito* 2003, I, p. 1364 ss;
- **TAMBURINI**, *Sub artt. 2503, 2505 bis*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di Maffei Alberti, IV, Artt. 2498-2548, Padova, 2005, p. 2553 ss;
- **TANZI**, *Sub. art. 2473*, in *Società di capitali*, a cura di Niccolini e Stagno D'Alcontres, III, Napoli 2004, p. 1529 ss;

- **TINO**, *Fusione: evento modificativo o estintivo? Brevi riflessioni a seguito della riforma*, nota a sentenza Tribunale Milano, in *Banca Borsa Tit. Cred 2006*, II, p. 228 ss;
- **VITALI**, *“Pregiudizio” degli azionisti di risparmio nelle operazioni di fusione*, in *Riv. dott. comm.*, 2004, p. 1114 ss;
- **ZANCHI**, *La tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate*, Milano, 2009, p. 86 ss;
- **ZOPPINI**, *Fusione eterogenea per incorporazione e riforma del diritto societario: parere pro veritate*, in *Riv. notariato*. 2004, III, p. 1281 ss.