

UNIVERSITÀ COMMERCIALE “LUIGI BOCCONI”

SCUOLA DI DOTTORATO

Dottorato di Ricerca in Legal Studies

Ciclo: XXXIII

Settore Disciplinare (codice): IUS/04

**QUESTIONI IN TEMA DI FUSIONE DELLE SOCIETÀ
QUOTATE E INFORMATIVA AL MERCATO**

Advisor: Luigi Arturo BIANCHI

Tesi di Dottorato di

Brando Maria CREMONA

Matricola: 1580034

Anno 2022

*“If you can dream—
and not make dreams your master;*

*If you can think—
and not make thoughts your aim”*

Rudyard Kipling

Vorrei, innanzitutto, esprimere la mia più sincera gratitudine al prof. Luigi Arturo Bianchi, per avermi spronato ad intraprendere questo cammino, e per la sua preziosissima guida, costante supporto e assistenza lungo l'intero percorso di crescita e ricerca che ha accompagnato la redazione della presente tesi.

Vorrei, quindi, rivolgere i miei più sentiti ringraziamenti ai proff. Chiara Mosca, Mariateresa Maggiolino e Stefano Gatti, per i fondamentali consigli e spunti critici che hanno significativamente inciso i miei percorsi, sia di dottorando, sia di tesi. Sono altresì davvero riconoscente ai proff. Piergaetano Marchetti, Mario Notari, Marco Ventoruzzo e Giovanni Strampelli, per le lezioni ed i seminari ricchi di spunti da loro tenuti nei corsi di dottorato, nonché ai proff. Renato Santagata de Castro e Andrea Vicari per il referaggio della presente tesi.

Al contempo, sono ad esprimere un particolare ringraziamento al prof. Andrew Jennings, guida preziosa per lo studio del diritto statunitense nell'ambito della mia permanenza presso la *Stanford Law School*, nonché per la trattazione di aspetti comparati nell'ambito della presente tesi.

Da ultimo, vorrei esprimere la mia più profonda gratitudine ai miei genitori, a Vittoria e a mio fratello Urbano per il sostegno mai fatto mancare, nonché a dei cari amici incontrati negli ultimi anni lungo questo mio cammino: a Niccolò Calvi, Valerio Di Mascio, Maria Lucia Passador, e Manfredi Sclopis devo non solo indimenticabili momenti passati insieme, ma anche critiche e consigli sinceri, che hanno significativamente contribuito ad arricchire il presente lavoro.

Il presente lavoro mira ad analizzare le caratteristiche dell'operazione di fusione societaria di società quotate, con particolare attenzione al ruolo svolto dall'informativa ai soci, al mercato e ai terzi sia nell'ottica codicistica, sia in quella della disciplina speciale e comunitaria in materia di prospetto, nonché, da ultimo, in prospettiva MAR. Il primo capitolo tratteggia le fasi essenziali del procedimento di fusione, ponendo mente alle questioni critiche di maggiore attualità nella prassi nonché nel panorama dottrinale. Premesso così un puntuale esame delle disposizioni normative applicabili, si individueranno i profili problematici di applicazione di tali norme al fenomeno in esame, ponendosi inoltre una serie di interrogativi che ne caratterizzano la portata sistematica, per poi offrire una potenziale chiave di lettura orientata alle peculiarità della fusione con società quotate. Il secondo capitolo arricchisce le considerazioni anzidette, concentrandosi nel delineare i profili critici derivanti dalle recenti innovazioni normative in ambito comunitario e, in particolare, in relazione al documento di esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto, nonché a tratteggiare le peculiari ricadute in tema di informativa nel contesto della fusione da esse derivanti. Il terzo capitolo affronta invece le criticità che la fusione di società quotate assume nel contesto della disciplina market abuse. Nello specifico, si approfondiscono le nozioni di processo prolungato e di informazione privilegiata della vigente Market Abuse Regulation, con specifico riguardo ad istituti che assumono, nel contesto che ci occupa, un'importanza significativa, quale la possibilità di ritardare la comunicazione al mercato (e, dunque, esaminando la disclosure selettiva) e i sondaggi di mercato (ossia, il ruolo da essi rivestito nella fase antecedente la fusione). Lo scopo finale della ricerca consiste dunque nell'indagare l'allineamento (e le eventuali ragioni di un disallineamento) tra l'iter peculiare dell'operazione di fusione di una società quotata, da un lato, e l'universo normativo applicabile all'informativa che la fusione in quanto operazione straordinaria richiede, come risultante dalla più recente disciplina comunitaria e nazionale in materia di informazione ai soci e al mercato, dall'altro lato. All'esito del presente lavoro, e in ordine alle considerazioni compiute in tema di fusione ed informazione, sia de iure condito sia de lege ferenda, si ripropone con evidenza l'istanza dell'allineamento tra le discipline in esame. Se, infatti, notevoli progressi sono stati compiuti anche attraverso il diretto intervento del legislatore comunitario, si evidenzia che molto può ancora essere svolto in tale ambito per poter raggiungere obiettivi di maggiore protezione di investitori vulnerabili come piccoli risparmiatori e soci di minoranza. In tale prospettiva, si argomenta che proprio taluni elementi specifici della MAR indicano la via per un regime di tutela più intenso.

SOMMARIO

INTRODUZIONE	V
CAPITOLO PRIMO	
OPERAZIONI DI FUSIONE E SOCIETÀ QUOTATE.	
PROFILI DI DISCIPLINA GENERALE	1
1. Il procedimento di fusione e problematiche connesse: le coordinate di riferimento.....	2
2. La centralità dell’informativa ai soci.....	12
3. L’informativa ai soci nel rapporto di cambio.....	15
4. Le fasi dell’informativa ai soci nella fusione coinvolgente società quotate. La fase predeliberativa.	20
4.1. <i>Il progetto di fusione.</i>	20
4.1.1. <i>Il ruolo del progetto di fusione.</i>	20
4.1.2. <i>I contenuti del progetto di fusione.</i>	32
4.1.3. <i>Il progetto di fusione e le azioni di categoria.</i>	40
4.1.4 <i>Il progetto di fusione e le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato.</i>	46
4.1.5 <i>Il conguaglio in denaro.</i>	50
4.1.6 <i>Ulteriori elementi del progetto di fusione.</i>	54
4.1.7 <i>La pubblicità del progetto di fusione.</i>	55
4.2. <i>La situazione patrimoniale.</i>	58
4.2.1 <i>Il ruolo della situazione patrimoniale.</i>	58
4.2.2 <i>I contenuti della situazione patrimoniale.</i>	60
4.3. <i>La relazione dell’organo amministrativo.</i>	67
4.3.1 <i>Il ruolo della relazione dell’organo amministrativo.</i>	67
4.3.2 <i>I contenuti della relazione dell’organo amministrativo.</i>	73
4.3.3 <i>La relazione dell’organo amministrativo e il rapporto di cambio.</i>	76
4.4. <i>La relazione dell’esperto sulla congruità del rapporto di cambio.</i>	88
4.4.1 <i>Il ruolo della relazione e la nomina dell’esperto.</i>	88

4.4.2 I contenuti della relazione dell'esperto.	92
4.4.3 I poteri informativi dell'esperto.	97
4.4.4 Rinunciabilità della relazione e diligenza richiesta all'esperto.	100
5. Le fasi dell'informativa ai soci nella fusione coinvolgente società quotate. La fase deliberativa.	101

CAPITOLO SECONDO

OPERAZIONI DI FUSIONE E SOCIETÀ QUOTATE.

PROFILI DI DISCIPLINA SPECIALE E COMUNITARIA 109

1. Informazione al pubblico e società quotate nella dimensione nazionale.	110
1.1 La recente evoluzione del panorama normativo.	110
1.2 Il perimetro di applicazione della questione in esame.	115
1.3 La criticità degli obblighi informativi degli emittenti nel contesto della fusione.	122
1.4 Le indicazioni della Consob rispetto alla redazione della relazione dell'esperto.	128
1.5 Le indicazioni della Consob rispetto alla redazione della relazione degli amministratori. ..	129
1.6 Le fusioni "significative" e l'obbligo di predisposizione del "documento informativo"	131
1.7 L'art. 117-bis TUF e le operazioni di fusione fra società quotata e società non quotata. ..	133
2. La dimensione comunitaria. Novità e aspetti critici.	134
2.1 Le disposizioni in materia di prospetto.	134
2.2 I criteri e principi di redazione del documento di esenzione.	139
2.3 I profili informativi del documento di esenzione: peculiarità e profili critici.	144

CAPITOLO TERZO

FUSIONE ED INFORMAZIONE NELLA PROSPETTIVA NAZIONALE E COMUNITARIA	149
1. L'informazione attraverso la MAR e implicazioni rispetto all'operazione di fusione.	150
2. Il rilievo ed il significato dell'operazione di fusione oggi. Il concetto di <i>market efficiency</i> e le implicazioni nel contesto in esame.....	151
3. Il ruolo della MAD, i problemi di un'unica definizione e le soluzioni proposte.	157
4. Il concetto di informazione privilegiata e la sua declinazione quando l'informazione riguarda un processo prolungato, come l'operazione di fusione.	170
5. La nozione di informazione privilegiata nelle decisioni della Corte di Giustizia Europea.	172
5.1. <i>Il caso Daimler: il significato del ritardo e la nozione di "ragionevolezza" nella disciplina market abuse.</i>	181
5.2. <i>Il caso Lafonta: le peculiarità del requisito della "precisione".</i>	186
6. L'approdo della disciplina <i>market abuse</i> , i problemi di un'unica definizione e le soluzioni proposte. Il nuovo approccio del legislatore europeo, tra Regolamento e Direttiva: scelte di politica legislativa e loro implicazioni.	172
7. L'utilizzo del c.d. "ritardo" nella <i>disclosure</i> dell'informazione societaria: quali caratteristiche e quali margini di applicabilità?.....	189
7.1. <i>Il significato del "ritardo": selettività delle informazioni, comunicazioni ufficiali e timing.</i>	197
7.2. <i>Il significato del "ritardo" nell'operazione di fusione.</i>	203
8. La disciplina dei sondaggi di mercato nell'ambito della MAR. La presunzione di insussistenza di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e la procedura semplificata.	208
8.1. <i>Le peculiarità del market sounding nel contesto dell'operazione di fusione.</i>	215
CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE	219
BIBLIOGRAFIA.....	221

INTRODUZIONE

Le ragioni economiche dell'operazione di fusione ed il suo attuale rilievo

Tra le operazioni straordinarie che maggiormente sono state oggetto di attenzione della letteratura e della prassi nell'ambito del diritto societario senza dubbio si stagliano quelle di fusione, che, come note, consentono di unire in un unico soggetto (sia esso preesistente o di nuova costituzione) gli *asset* inizialmente facenti capo a due distinte società¹.

Per quanto, sotto il profilo strettamente giuridico, continuino a sussistere notevoli differenze tra la fusione di una determinata società in un'altra e l'acquisizione da parte di una società di un pacchetto azionario (più o meno rilevante, di controllo o meno) di un'altra società, tali modelli hanno sovente condotto a risultati affini, persino combinati, soprattutto nel contesto del mondo delle società quotate. In quest'ultimo caso, la fusione costituisce infatti proprio il momento conclusivo di un complesso processo che temporalmente succede all'acquisizione di una percentuale del capitale sociale della società *target* da parte di una potenziale incorporante. Si tratta di uno strumento versatile, adatto ad usi e scopi diversi, che, in ragione di questa particolare caratteristica, può essere utilizzato in momenti diversi della vita della società e determinare in ogni caso radicali modifiche dell'assetto del potere di gestione e cambiamenti nella compagine azionaria².

Ed il fatto che la fusione coinvolga società quotate in borsa sinanco facilita l'attuazione di operazioni di finanza straordinaria, per tre ordini di ragioni: (i) il maggior grado di liquidabilità delle proprie azioni; (ii) gli incrementati riferimenti di valore che il mercato fornisce e (iii) la possibilità di attingere capitali proprio dal mercato mobiliare³.

¹ Soprattutto nella letteratura d'oltreoceano, è opportuno rammentare come al termine *merger* corrispondano e si riferiscano molteplici forme di *business combinations*, tra cui la "nostra" fusione propria, con pagamento del prezzo sia in contanti sia con altre azioni o titoli finanziari emessi dalla società incorporante: cfr. L.D. SOLOMON, R. STEVENSON, D.E. SCHWARTZ, *Corporations. Law and Policy*³, West, St Paul, 1994.

² A tale versatilità si accompagna un notevole grado di rischio, posto che il corrispettivo per i soci della incorporata, nell'ambito della fusione, consiste in capitale azionario. Poichè le azioni costituiscono l'elemento più subordinato e residuale all'interno della struttura finanziaria di una società, esse rappresentano uno strumento particolarmente rischioso, e maggiormente esposto alla possibilità di perdite in caso di *default*.

³ Per la rilevanza e attualità della tematica in esame, cfr. E. CHIAPPAROLI, *Il ruolo di quotazioni e aumenti di capitale nelle operazioni di M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 323 ss e spec. 324 s. L'A. presenta una elaborazione dati Bloomberg in virtù della quale emerge come il 39% delle operazioni di acquisizione globalmente concluse negli ultimi 15 anni registrino l'utilizzo di azioni emesse da società quotate come corrispettivo per i soci delle società acquisite.

In tale contesto, quello delle società quotate, emerge allora forte la necessità di tutelare gli investitori, *in primis* mediante un'adeguata informativa. Conseguentemente, proprio la disciplina di tale aspetto (l'informazione) assume in questo scenario un ruolo imprescindibile, in ragione del proprio ruolo di strumento primario di tutela approntato dall'ordinamento a tutela delle minoranze⁴.

Per poter dunque comprendere appieno le implicazioni giuridiche relate all'operazione di fusione si rende necessario analizzarne preliminarmente le ragioni economiche⁵. Come noto, la società è un organismo dinamico, mutevole, condizionato e condizionabile da fattori interni ed esterni. Se quotata, naturalmente, essa deve far fronte anche alle mutevoli forze del mercato e riadattarsi a scenari in costante evoluzione, prodotto di fattori endogeni ed esogeni. Di qui, la necessità di dotare, attraverso idonei strumenti (anche giuridici), le società quotate di modalità idonee ad adeguarsi rapidamente a queste modificazioni, ad esempio attraverso la fusione, che permette di mutarne sia la struttura manageriale sia, in generale, le politiche gestorie che la contraddistinguono.

In primo luogo, è possibile rilevare come dall'integrazione di due distinte strutture sociali derivi proprio l'integrazione dei rispetti *asset*⁶. Ciò pone solide basi per consentire, a seconda della dimensione delle attività in questione e dell'oggetto sociale specificatamente perseguito dalle

⁴ È interessante qui ricordare come si espresse Guido Rossi, nel lontano 1981, rispetto alla scarsa disciplina sull'informazione che tradizionalmente aveva caratterizzato il diritto societario italiano: «[...] la mancata previsione dei prospetti e di esaurienti relazioni degli amministratori sui fatti imprenditoriali e societari di maggior rilievo, di informazioni previste sui titoli emessi dalla società e così via, altro non sono che vestigia dell'autotutela alla cui logica queste mancanze e lacune appartengono, senza apparire tali. È una logica di no trasparenza, di un sistema che in definitiva considera l'informazione un cascame del diritto societario, il quale privilegia altri interessi e diverse situazioni giuridiche» (cfr. G. ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA. VV., *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Giuffrè, Milano, 1982, 67 ss. Ebbene, nonostante notevoli progressi siano stati compiuti sia a livello nazionale sia comunitario verso una maggiore pervasività ed armonizzazione della disciplina in materia, come si avrà modo di argomentare nel presente lavoro, vi sono tutt'ora margini di ulteriore miglioramento.

⁵ Queste sono inoltre efficacemente riassunte da J.L BOWER, *Not All M&As Are Alike- and That Matters*, in *Harvard Business Rev.*, 2001, 92 ss. Più diffusamente v. anche M. DALLOCCHIO, *Introduzione all'M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 9 ss.

⁶ Da intendersi in senso lato, ricomprendendo *in primis* e soprattutto il capitale umano delle società coinvolte. Osserva R. MONTI, *Post-merger integration*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 554, come infatti tra gli aspetti più complessi e al tempo stesso delicati di un processo di integrazione siano ricompresi temi "soft" come la cultura aziendale, e l'integrazione dei vari team.

entità coinvolte, economie tanto di scala quanto di scopo, come pure di integrazione verticale⁷. Le economie di scala, in particolare, si otterrebbero laddove i costi fissi di produzione vengano distribuiti su un insieme totale di prodotti finali più ampio di quello inizialmente disponibile, con una conseguente riduzione anche dei costi fissi medi per unità prodotta⁸. Le economie di scopo promettono un simile efficientamento delle operazioni: in tale contesto, il completamento dell'operazione di fusione consente la riduzione dei costi non tanto attraverso l'incremento della produzione totale con contestuale riduzione dei costi fissi, quanto piuttosto attraverso la copertura del medesimo livello di costi mediante un insieme di attività maggiormente integrato e complementare⁹. Da ultimo, le integrazioni verticali – più

⁷ Per tutti, nella letteratura statunitense, M. VAN ROOIJ, *Bank Mergers, Banking Efficiency, And Economies Of Scale And Scope: A Review Of The Empirical Literature*. IDEAS Working Paper Series from RePEc, 1997; J. FARRELL, C. SHAPIRO, *Scale Economies And Synergies In Horizontal Merger Analysis*, in *Antitrust Law J.*, 2001, vol. 68, n. 3, 685 ss.; N.L. ROSE, J. SALLET, *The Dichotomous Treatment of Efficiencies in Horizontal Mergers: Too Much? Too Little? Getting it Right* (June 30, 2020), in *University of Pennsylvania L. Rev.*, forthcoming, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3639184>. Con riferimento a specifici settori, invece, v. G. TUCCI, *Economie di scala, processi di fusione e fabbisogno di capitale nell'industria del trasporto aereo statunitense*, in *Rivista internazionale di economia dei trasporti*, 1981, vol. 8, n. 2, 165 ss.; U. SINAY, C. CAMPBELL, *Scope and Scale Economies in Merging Hospitals Prior To Merger*, in *J. Econ. Fin.*, 1995, vol. 19, 107 ss. e R.S. GIVEN, *Economies of scale and scope as an explanation of merger and output diversification activities in the health maintenance organization industry*, in *J. Health Econ.*, 1996, vol. 15, 68 ss.

⁸ Un tradizionale esempio in proposito è rappresentato dalla fusione di due società, entrambe operanti nella produzione del medesimo prodotto e nella misura del 50% ciascuna. Una volta completata l'operazione di fusione, il nuovo soggetto potrà dismettere un impianto e incrementare al massimo la capacità operativa dell'altro, ottenendo così una riduzione del totale di costi fissi senza intaccare tuttavia il totale di beni prodotti. Ciò permette, in altri termini, di far fronte ad una immutata domanda del mercato con costi fissi ridotti e dunque una maggiore flessibilità competitiva nel caso fosse necessario ridurre i prezzi, ovvero maggiori prospettive di profitto laddove le dinamiche di prezzo al pubblico restassero invariate. La prospettiva tratteggiata risulta particolarmente appetibile a tutte le società operanti nel medesimo segmento di mercato. Per una analisi del processo di integrazione post-fusione, nonché delle relative sfide, cfr. R. MONTI, *Post-merger integration*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 537 ss.

⁹ A titolo esemplificativo, una società con un consolidato dipartimento vendite può scegliere di integrarsi con una società *leader* nella produzione di un bene di consumo dalle rilevanti possibilità di permeazione nel mercato, ma sprovvista di un dipartimento vendite altrettanto efficiente. La società risultante dalla fusione potrà trarre beneficio dall'economia di scopo rappresentata dal fatto di poter far affidamento sul dipartimento vendite più competente per far guadagnare quote di mercato al prodotto innovativo. Alcuni autori, al riguardo, hanno sostenuto che perfino il talento manageriale potrebbe dar luogo ad una economia di scopo laddove, a seguito della fusione, i *manager* di talento presenti all'interno di una determinata società possono adoperare le proprie capacità nell'attività di gestione di un patrimonio maggiore di quello inizialmente disponibile. Questa tipologia di fusione, particolarmente in voga negli Stati Uniti intorno al 1960, non ha però condotto a risultati soddisfacenti (R.W. MELICHNER, D.F. RUSH, *The Performance of*

precisamente: una peculiare tipologia di economia di scopo, che si ottiene completando l'operazione di fusione “a valle”, tra la società ed i propri clienti, ovvero “a monte”, tra la società ed i propri fornitori – si manifestano nelle acquisizioni di potenziali consumatori nel mercato, oppure di fornitori, con conseguenti, indubbi benefici. Ove il fornitore acquisito rivestiva una primaria importanza per il futuro della società e la stabilità della sua posizione sul mercato si potrebbe peraltro rivelare saggio e finanziariamente vantaggioso acquistare tale fornitore tramite fusione e senza indugio, così da non dover acquistare su base continuativa i suoi prodotti in futuro¹⁰.

In aggiunta ai benefici di natura economica derivanti dall'integrazione di due distinte realtà, le fusioni sono suscettibili di generare valore anche per ragioni fiscali, di *governance* e di diversificazione.

In una prospettiva fiscale, cui si compirà in questa sede soltanto un breve cenno, la fusione con una società in perdita permetterebbe di utilizzare, almeno parzialmente, le perdite di una società per assorbire l'imposizione fiscale eventualmente dovuta sui ricavi dell'altra. In considerazione del fatto che le perdite, ai sensi delle applicabili disposizioni, non possono formare oggetto di disposizione e trasferimento da una società ad un'altra, una società che miri a ridurre la complessiva imposizione fiscale di cui è oggetto potrebbe trovare più vantaggioso integrarsi con una società in perdita. In tale scenario, gli azionisti delle società partecipanti trarrebbero beneficio dall'operazione mediante una distribuzione dei benefici indirettamente derivanti dal valore attuale delle perdite fiscali¹¹.

Una diversa, ma non meno rilevante, angolatura – che assume notevole rilievo soprattutto nelle operazioni di fusione che vedono la partecipazione di fondi di *private equity* – è rappresentata dalla volontà di sostituire un *management* considerato inadatto, che ha condotto ad una riduzione

Conglomerate Firms: Recent Risks and Return Experience, in *J. Finance*, 1973, vol. 28, 381 ss.). Nel Regno Unito, invece, C. HILL, *Conglomerate Performance over the Economic Cycle*, in *J. Industrial Econ.*, 1983, vol. 32, n. 2, 197 ss.

¹⁰ In argomento F.M. SCHERER, D. ROSS, *Industrial Market Structures and Economic Performance*, Rand McNally, Boston, 1990. Per una disamina dei benefici estraibili dai soci di controllo a scapito delle minoranze, v. invece R. GILSON, A. SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Revire*, in *J. Inst. & Theor. Econ.*, 2013, vol. 169, n. 1, 160 ss.

¹¹ Cfr., v. L. GAIANI, *Fusioni societarie: riporto perdite, consolidato fiscale e retrodatazione al vaglio dell'agenzia delle entrate*, in *Fisco*, 2019, 46, 4435 ss.; M. DE RUVO, L. OCCHETTA, *La fusione di società. Aspetti civilistici e contabili. Disciplina giuslavoristica e antitrust. Normativa e prassi fiscale*, Egea, Milano, 2003; F. DEZZANI, L. DEZZANI, *Principi contabili internazionali: le fusioni tra “società indipendenti”. Il metodo dell'acquisto (o purchase method)*, in *Fisco*, 2008, I, 9 ss.

del valore della società e ad un deterioramento delle relative prospettive di crescita¹². In considerazione del fatto che un declino nel corso azionario di una società evidenzia non solo carenze gestorie passate, ma anche (potenzialmente) un giudizio negativo sulle capacità del *management* attuale di far fronte alle sfide future che si presentano per la società stessa, una simile situazione può indurre agenti esterni a competere per il controllo. Nello specifico, l'acquisizione di tale controllo risulterà più agevole alla luce della diminuzione del corso azionario, conducendo ad una sostituzione del *management* che impegni meno risorse di quelle normalmente preventivabili¹³. L'acquisizione del controllo, di per sé, è condizione necessaria e al contempo sufficiente per rimuovere un *management* inefficace. Tuttavia, al fine di consentire all'acquirente di beneficiare dei pieni effetti economici derivanti da un'integrazione della *target*, spesso al conseguimento del cambio di *management* seguirà il completamento di una operazione di fusione con una società veicolo posseduta interamente dal nuovo soggetto che esercita il controllo della stessa.

La struttura appena menzionata è entrata nello scenario delle fusioni ed acquisizioni globale a partire dagli anni Ottanta. In quel periodo temporale, tuttavia, la gran parte delle operazioni di fusione portate a compimento era tuttavia contrassegnata da una natura "ostile"¹⁴. In sintesi, un soggetto che riscontrava possibilità di ritorni economici derivanti dal cambio di gestione di una società *target* quotata determinava di lanciare una offerta pubblica di acquisto ostile per acquisire una partecipazione di controllo. Completata con successo questa prima fase, il medesimo soggetto procedeva così ad una fusione della *target* in un proprio veicolo, acquisendo tramite procedura di *squeeze-out* le azioni rimanenti rimaste fino a quel momento in mano agli azionisti di minoranza. Una volta acquisito il controllo sulla totalità delle partecipazioni

¹² Per una recente disamina della cornice normativa applicabile al fenomeno dei fondi di *private equity*, v. F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *AGE*, 2021, 207 ss.

¹³ R. KRAAKMAN, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an Acquisition Motive*, in *Colum. L. Rev.*, 1988, vol. 88, n. 5, 891 ss. Il fenomeno appena descritto è altresì ampliato dal rilevante grado di scrutinio cui è normalmente sottoposto il management di una società quotata. Ovviamente, vi sarà poi da chiedersi se il fondo di *private equity* stesso o l'eventuale management sostitutivo che sia selezionato dallo stesso siano all'altezza del compito ed in grado di garantire *performance* migliori scontando un forte handicap di partenza, rappresentato dalla scarsa familiarità con la struttura societaria. Per una disamina di queste ed altre problematiche attinenti all'esercizio dell'attività imprenditoriale e di gestione da parte dei fondi di *private equity*, v. L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018.

¹⁴ W.T. ALLEN, R. KRAAKMAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, Wolters Kluwer, New York, 2016, 462.

azionarie della società *target*, e ottenutone il ritiro dalla quotazione, l'acquirente era in grado di plasmarne a piacimento la gestione nonché di sostituirla l'organo amministrativo. Al riguardo, è anche interessante evidenziare come tali acquisizioni "ostili" abbiano dato inizio, in particolare negli Stati Uniti, ad un notevole periodo di "creatività" giuridica, soprattutto nell'ottica di predisporre dei sistemi di difesa che consentissero una efficace tutela degli interessi del management esistente rispetto ad un potenziale acquirente considerato inadatto ad ottenere il controllo della società contesa (il riferimento è, in tal caso, primariamente allo strumento dei *poison pills*, ma anche a novità legislative primariamente a livello di normativa statale, volte a limitare i poteri di disposizione di un eventuale acquirente ostile degli asset della società acquisita o incorporata: cfr., a titolo esemplificativo, la sezione 203 del *Delaware General Corporation Law*)¹⁵.

Ad ogni modo, anche operazioni di fusione portate a termine senza l'ostilità del *management* della *target* possono muovere dalle medesime considerazioni iniziali. Un acquirente convinto di poter ottenere migliori *performance* e dunque migliori risultati operativi di quelli attualmente garantiti dal *management* in carica, può infatti sempre negoziare con questi ultimi e offrire un sostanzioso pacchetto di incentivi per ottenere il consenso ad una operazione di fusione consensuale, che sottoponga all'attenzione degli azionisti un progetto condiviso da entrambi i consigli di amministrazione delle società coinvolte, al conseguimento del quale il *management* di una delle due società uscirebbe di scena, consentendo la creazione di maggior valore per gli azionisti della società risultante dalla fusione¹⁶.

¹⁵ In merito, si evidenzia che se la efficacia dei rimedi di natura privatistica quali i *poison pill*, è stata sancita dalla prassi (posto che è al momento altamente improbabile conseguire il controllo in via ostile di una società che ne ponga in essere uno), altrettanto non si può dire con pari enfasi per rimedi adottati a livello di normativa primaria dai parlamenti dei vari stati americani. Ciò evidenzia un aspetto che si avrà modo di approfondire nel corso di questo lavoro, ovvero la difficile convivenza tra fonti normative determinate in via astratta per delimitare la disciplina da applicare ad un fenomeno di per se' mutevole ed in continua evoluzione come la fusione, convivenza che invece risulta più semplice laddove la fonte normativa sia stata adottata all'esito di un procedimento di consultazione (v. il Regolamento Delegato della Commissione Europea 528/2021), o all'esito dell'intervento di Autorità di Vigilanza di settore, dotate di notevoli capacità tecniche (v. la MAR, o, sul piano nazionale, il Regolamento Emittenti).

¹⁶ La remunerazione garantita ai *managers* uscenti rappresenta la più semplice ed efficace forma di incentivo per ottenerne il consenso al completamento di un'operazione che ne comporti la sostanziale uscita dalla compagine gestoria della società *target*. In termini economici, pertanto, le somme da allocare per assicurarsi il sostegno del *management* della società *target* devono essere ricomprese nel corrispettivo complessivo di cui il potenziale acquirente dovrà farsi carico ove intenda seriamente proseguire nell'acquisizione del controllo della *target*. Una delle modalità concrete attraverso le quali si estrinseca tale remunerazione è rappresentata

Una terza ed ulteriore prospettiva è, appunto, quella della diversificazione: con essa le operazioni di fusione sono in grado di accrescere il valore di una società, strettamente connesso ai benefici da cui la società risultante dalla fusione trarrebbe beneficio, a seguito della completata integrazione nella propria linea di *business* di una società dedicata ad operare in un segmento di mercato distinto da quello occupato in precedenza. Ad esempio, il principale vantaggio di tale diversificazione è dato dalla possibilità di destagionalizzare i ricavi, consentendone una distribuzione più omogenea attraverso l'intero arco temporale in un anno solare, soprattutto nel caso in cui l'attività *core* della società incorporante sia caratterizzata da elevata stagionalità¹⁷.

Sin qui sono stati tratteggiati i fattori positivi che possono condurre il *management* di una società a determinarsi per l'attuazione di un'operazione complessa come la fusione. Tuttavia, non si possono tacere anche quelle ragioni di carattere opportunistico e, pertanto, meno nobili. Queste ultime sono volte ad incrementare il corrispettivo complessivamente riconosciuto a determinati azionisti affinché prestino il proprio consenso ovvero, più a monte, al *management* esistente poiché faciliti la transizione e non frapponga ostacoli. Tutto ciò, deve però essere riconosciuto, va a discapito di altri *stakeholders*. Un esempio, al riguardo, è rappresentato dalle operazioni di *squeeze-out*, che permettono a un socio già di maggioranza di adottare comportamenti lesivi dei diritti delle minoranze¹⁸. Altrettanto importante risulta anche il caso di una società che, solamente post-fusione con un proprio *competitor*, acquisisca una dimensione tale da esercitare

da previsioni di c.d. *golden parachutes* all'interno dei progetti di fusione. Essi prevedono l'obbligo di stipulare con determinati *managers* della società *target* sostanziosi versamenti a vantaggio dei beneficiari, sospensivamente condizionati al verificarsi di certi eventi, quali un mutamento della compagine sociale di maggioranza o una sostituzione della maggioranza dei membri del consiglio di amministrazione. Una modalità alternativa, sebbene meno diffusa, consiste nell'attribuzione di piani di *stock options* con oggetto le azioni della società risultante dalla fusione. Ciò tuttavia comporterebbe per il soggetto acquirente la necessità di rinunciare al godimento della totalità del capitale della *target*, dovendone riservare una porzione (sicuramente minima rispetto a quella di maggioranza) a soddisfacimento dei menzionati piani di *stock option*.

¹⁷ Si noti tuttavia come, nella dottrina statunitense, si è ripetutamente rilevato come l'ottenimento del medesimo beneficio in termini di diversificazione degli investimenti per gli azionisti attraverso una diversificazione delle attività detenute nel portafoglio di investimento stesso sia più agevole e meno costoso se confrontato con una diversificazione che abbia ad oggetto la società stessa nella quale si sia investito (R. GILSON, B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1995, 312 ss. e D.C. MUELLER, *The Corporation: Growth, Diversification, And Mergers*, Harwood Academic Publishers, Chur-New York, 1987).

¹⁸ Cfr. N. CIOCCA, *Commento sub art. 2437-sexies*, in *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, a cura di G. Marasà, N. Ciocca, Padova, 2011, 33 ss.; L. CALVOSA, *Il "diritto di acquisto" (c.d. squeeze-out) e...la mancata tutela delle minoranze*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di A. Piras, Pisa University Press, Pisa, 2005, 187 ss.

una forte influenza sul mercato, che le consente di incrementare il prezzo richiesto ai consumatori finali per fruire dei propri prodotti.

Vi possono, inoltre, essere delle fusioni che, sebbene inizialmente pianificate e dunque completate per perseguire finalità economicamente razionali e volte ad una maggiore efficienza, risentono di una erronea pianificazione. In tal caso, la fusione non si traduce in creazione di valore per gli azionisti, ma in riduzione dei parametri aziendali ed economici, che realizzano una *performance* inferiore alle attese. In merito, gli errori che comunemente affliggono fusioni di scarso successo sono l'incapacità di prevedere notevoli ostacoli all'integrazione di culture aziendali fra loro molto diverse (*Nomura-Lehman*)¹⁹, la scarsità di attenzione per i potenziali profili di tensione sindacale dovuta a licenziamenti e gli errori nel calcolo degli incrementi dei costi che il coordinamento di una più estesa entità aziendale inevitabilmente comporta²⁰.

In ultima analisi, una fusione può altresì essere determinata dal desiderio non tanto di incrementare il livello di efficienza della società incorporante, quanto piuttosto di prevenire l'acquisizione di un vantaggio competitivo da parte del proprio *competitor* (*Paramount-Time Warner*, dove *Time* e *Warner* trovano un'intesa nell'impedire che *Paramount* possa acquistare *Time*, consentendole di converso di acquisire un notevole vantaggio competitivo sul mercato)²¹. In quest'ottica, gli amministratori di una società in un ambiente economico particolarmente dinamico possono contemplare la fusione quale strumento di sopravvivenza, necessario a raggiungere in prospettiva una dimensione tale da risultare inattaccabile, di converso assicurando la propria permanenza sul mercato.

Quanto precede conduce così alle (dibattute) modalità con cui una fusione può effettivamente creare valore. È possibile riscontrare, in media, un sempre maggiormente esteso consenso, soprattutto di recente, in relazione al fatto che le fusioni producano valore (misurato nei termini

¹⁹ L. SAIGOL, *Culture clash may prove costly for Nomura*, in *Financial Times*, 26 aprile 2009 e T. BREINER, E.M. MINEI, *Corporate Acculturation Neglect in Cross-Border Acquisitions: the Case of Denmark and the United States*, in *J. of International Communication*, 2017, vol. 23, 53 ss. (ove si riporta, come altro esempio, anche la fusione Daimler-Mitsubishi).

²⁰ Nella letteratura economica, per tutti, v. L. VON MISES, *Human Action: A Treatise on Economics*, Yale University Press, New Haven, 1949.

²¹ P.J. AZZOLLINI, *The wake of Paramount v. QVC: Can a Majority Shareholder Avoid Triggering the Auction Duty during a Merger and retain a Significant Equity Interest? Suggestion: a Pooling of Interests*, in *Fordham L. Rev.*, 1994, vol. 63, 573 ss., e nota 79; per i profili *antitrust*, v. M. HOWARD MORSE, *Vertical mergers: Recent learning*, in *Business Lawyer*, 1998, vol. 53, 1217 ss.

delle reazioni dei mercati in cui sono scambiate le partecipazioni delle società coinvolte a seguito del primo annuncio relativo all'operazione di fusione stessa)²².

Al riguardo, è possibile ricondurre gli studi che si sono soffermati sull'analisi dei principali beneficiari a valle del completamento di un'operazione di fusione in due categorie: quelli che si focalizzano sulla *performance* nel breve periodo dei corsi azionari delle società coinvolte nella fusione, con particolare riguardo alle oscillazioni conseguenti all'annuncio dell'operazione al mercato, e quelli che, invece, si concentrano sulle ricadute nel lungo termine. Nella letteratura in merito, vi è un certo consenso sul fatto che, nel breve termine, il completamento di una fusione crei valore per gli azionisti della società *target*²³, mentre, nel lungo periodo, di converso, alcuni studi dimostrano che le società incorporanti tendono ad essere *underperforming* rispetto ai propri concorrenti in simili segmenti di mercato, soprattutto nei primi 3 anni dal completamento dell'operazione di fusione. Ciò implicherebbe una generalizzata incapacità della fusione di condurre al livello di sinergie prospettato inizialmente²⁴. In merito, si rilevano tuttavia

²² Per un ampio studio empirico in materia che, dopo un'approfondita disamina delle varie posizioni assunte dagli studiosi al riguardo, riprende le summenzionate conclusioni, v. R.F. BRUNER, *Applied Mergers and Acquisitions*, Hoboken, 2009, 47 ss. Cfr. altresì G. ANDRADE, M. MITCHELL, E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, in *J. Econ. Perspective*, 2001, vol. 15, 103 ss., a 110. Per una disamina cfr. altresì G. LUCCHINI, M. SCARPELLI, *Origine delle operazioni di finanza straordinaria*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 29 ss.

²³ Cfr. J.F. WESTON, S.C. WEAVER, *Mergers & Acquisitions*, McGraw Hill, New York, 2001, 93 ss., che rilevano come in media gli azionisti delle società *target* ricevano premi pari al 30% del prezzo di mercato delle azioni pre-annuncio. Allo stesso tempo, gli Autori rilevano come a seguito dell'annuncio i prezzi azionari della società potenziale incorporante si riducono in misura pari all'1%-3%. Inoltre, anche la misura in cui si compone il prezzo influisce sui ritorni: in particolare, una remunerazione *cash-only* registrerebbe ritorni maggiori rispetto ad operazioni condotte con una remunerazione fondata sullo scambio di azioni dell'incorporante per ricevere azioni dell'incorporata: v. R.F. BRUNER, *Deals from Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2005, 33. L'alta misura dei premi riconosciuti dalla società incorporante agli azionisti dell'incorporata come remunerazione per ricevere le azioni di loro titolarità può essere dovuta, in parte, alla c.d. "*winner's curse*": riscontrabile soprattutto nei processi competitivi, implica che vi sia una tendenza dell'offerente risultato vincitore ad aver pagato un prezzo superiore al reale valore della *target*. Al riguardo, nonostante la società incorporante risultata vincitrice nel procedimento d'asta abbia svolto una iniziale valutazione accurata, spesso per aggiudicarsi la vittoria si vedrà costretta ad adattare le stime, pur di non perdere l'opportunità di completare l'operazione. Alcuni autori hanno ricondotto tale fenomeno ad una *hubris* delle società acquirenti, che specificatamente risulterebbero contraddistinte da una forte presunzione a ritenere le proprie valutazioni corrette, o, qualora aggiustamenti fossero necessari, a sovrastimare le potenziali sinergie scaturenti dall'operazione. In merito, R. ROLL, *The Hubris Hypothesis on Corporate Takeovers*, in *J. Bus.*, 1986, vol. 59, n. 2, 176 ss.

²⁴ Cfr. T. KOLLER, M. GOEDHART, D. WESSEL, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2005, 439.

talune caratteristiche che, più di altre, permetterebbero di contraddistinguere operazioni “di successo”, quindi potenzialmente adatte a creare valore: tra queste, si individuano una iniziale reazione positiva da parte del mercato, un basso numero di offerenti nel caso di asta competitiva e una percentuale marginale di premio versato agli azionisti della società incorporata²⁵.

Guardando ai potenziali conflitti scaturenti nel contesto dell'operazione che ci occupa, particolare rilevanza assumono le esigenze di tutela degli azionisti di minoranza nelle società quotate. In tale ambito, da sempre si rileva infatti una naturale contrapposizione tra gli interessi degli azionisti della società incorporante e quelli degli azionisti della società incorporata. A titolo esemplificativo, si prenda in considerazione il caso di una fusione “carta contro carta”²⁶, con concambio: i primi, a seguito dell'aumento di capitale a servizio della fusione, vedrebbero diluita la percentuale della propria partecipazione e modificato il suo valore in funzione del rapporto tra la valutazione della società incorporante e quella della società incorporata; i secondi, invece, si vedrebbero assegnare un nuovo bene, ossia le azioni della società incorporante, in sostituzione di quello da loro possedute, cioè le azioni della società incorporata. Il rapporto di valore tra questi due beni incide significativamente sulla sfera patrimoniale di tutti gli azionisti delle società coinvolte nella fusione, e la sua determinazione svolge un ruolo essenziale onde delineare i rapporti di potere sottesi al completamento dell'operazione stessa²⁷.

²⁵ J. F. WESTON, S. C. WEAVER, *Mergers & Acquisitions*, McGraw Hill, New York, 2001, spec. capitolo 5.

²⁶ Si consideri che il reperimento da parte della società acquirente delle risorse economiche necessarie per completare l'operazione di M&A può alternativamente consistere nell'utilizzo di cassa disponibile, ovvero nella raccolta di nuovo debito. Le operazioni di fusione, in quanto operazioni “carta contro carta”, prevedono che i soci della società incorporata non ricevano denaro liquido ma appunto titoli azionari (carta) emessi dalla società incorporante, a fronte dei quali gli stessi cederanno le proprie azioni nella società incorporata. Le operazioni di fusione si distinguono pertanto da quelle in cui il pagamento avviene mediante cassa, poichè gli azionisti della incorporata non disinvestono la propria partecipazione, rimanendo invece investiti nella *combined entity*. Rimanendo dunque parte della compagine azionaria, a tali soci non è sottratta la possibilità di partecipare alla creazione di valore della nuova società combinata, e di trarre un ritorno sul proprio investimento sia sotto forma di dividendo sia sotto forma di *capital gain* qualora decidessero di dismettere la propria partecipazione e il valore di mercato dei titoli sia nel frattempo cresciuto.

²⁷ Interessanti, in tale contesto, sono le riflessioni di L.A. HAMERMESH, *Premiums in Stock-for-Stock Mergers and Some Consequences in the Law Of Director Fiduciary Duties*, in *University of Pennsylvania L. Rev.*, 2003, vol. 152, n. 2, 881 ss. L'A. sembra infatti ricondurre la determinazione del rapporto di cambio alla discrezionalità gestoria propria dell'organo amministrativo (c.d. *business judgment rule*), che ne sottrarrebbe pertanto la sottoposizione ad uno scrutinio di merito da parte delle competenti autorità giudiziarie (purchè con la fusione non si determini un mutamento di controllo della società *target*, nel qual caso l'A. riconosce l'applicazione della più rigida *review* fondata sugli *standard* fissati nella nota decisione relativa al caso *Revlon*).

Alla luce di quanto precede, il tema dell'informativa in occasione di operazioni straordinarie e, più in particolare, dell'informativa nel contesto della fusione che coinvolga società quotate, costituisce il principale oggetto della presente ricerca.

Il fenomeno dell'informativa assume particolare rilevanza, se si considera che, in una tale occasione, vi è la possibilità che talune categorie di investitori (tipicamente detentori di azioni ordinarie) esercitino i poteri loro spettanti, mediante esercizio del diritto di voto, a discapito di altre categorie di investitori o azionisti. La crescente differenziazione delle fonti di finanziamento e di crescita di una società quotata si accompagna, difatti, ad una maggiore frammentazione degli interessi che contraddistinguono le diverse anime della compagine sociale della stessa, accrescendo altresì il rischio che determinate categorie di investitori utilizzino l'informazione come potente arma a loro vantaggio²⁸. Si pensi, a titolo di esempio, al caso in cui azionisti ordinari di controllo della società quotata incorporante, ovvero azionisti di riferimento della società non quotata incorporata tentino, tramite l'azione degli amministratori espressione del proprio voto assembleare, di trarre indebito vantaggio dall'operazione di fusione, influenzandone i termini e facendo leva sulla propria condizione di "insiders", al fine di conservare il proprio controllo sociale con minimo sacrificio in termini di diluizione azionaria. In realtà, non solo i soci di minoranza, ma anche gli altri operatori sui mercati quali analisti, società di rating, autorità di vigilanza e società di gestione del mercato, hanno un interesse affinché tali operazioni straordinarie di fusione si svolgano secondo criteri improntati alla trasparenza, così da coconservare la fiducia del pubblico nei mercati finanziari e consentire ai mercati finanziari stessi di consentire una efficace allocazione delle risorse, improntate ad un eguale trattamento informativo delle parti coinvolte nella fusione stessa²⁹.

Poiché la fusione è, come si è avuto modo di accennare nelle pagine che precedono, sempre più adottata dalle società quotate e non come un importante strumento di crescita imprenditoriale, si impone allora una riflessione sulla rilevanza giuridica dell'informativa al

Per una disamina delle problematiche poste da rapporti di cambio *unfair*, v. L. STRINE jr, *Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements*, in *Business Lawyer*, 2001, vol. 56, n. 3, 930 ss. Per una recente riflessione in merito alla declinazione dei fiduciary duties nel contesto della discrezionalità gestoria, v. G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257 ss.

²⁸ In tal senso, v. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle Società per Azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 308 s.

²⁹ Cfr. W.W. BRATTON JR., *Corporate Finance*, Foundation Press, New York, 2003, 174 ss.

mercato, e dell'insieme delle norme legislative e regolamentari approntate dall'ordinamento nazionale e comunitario, anche alla luce delle recenti evidenze in materia di relazione virtuosa tra informazione (e conseguente protezione) degli investitori e sviluppo dei mercati finanziari³⁰, con un occhio attento alla sempre più evidente concorrenza tra ordinamenti societari e finanziari, anche su scala globale³¹.

In generale, e prescindendo da una prospettiva solamente nazionale, si intende porre il più generale interrogativo se l'insieme normativo attualmente applicabile, così come le riforme attese o in corso di adozione in materia, siano in grado di perseguire gli obiettivi per i quali sono state adottate, nell'ottica di individuare potenziali aree di intervento³².

L'urgenza e attualità dell'approfondimento è inoltre giustificata sia dal sempre maggiore ricorso ad operazioni di M&A³³, anche da parte di società quotate, sia dall'incredibile espansione

³⁰ Si veda, *ex multis*, R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 3, 1131 ss.; J. COFFEE JR., *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern University L. Rev.*, 1999, vol. 93, n. 3, 641 ss.; ID., *The Rise of Dispersed Ownership: the Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, in *Yale Law J.*, 2001, vol. 111, n. 1, 1 ss.

³¹ Così U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2003, 1062 ss.; S. GRUNDMANN, *Regulatory competition in European company law — some different genius?*, in *Capital Markets in the Age of the Euro*, a cura di G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch, Kluwer, The Hague, 2002, 561 ss.; F. MUNARI, P. TERRILE, *The Centros Case and the Rise of an EC Market for Corporate Law*, *ivi*, 529 ss. Più recentemente, anche nell'ottica della crescente *disruption* causata dal Fintech, v. D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, R.P. BUCKLEY, *FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2016/035, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2847806>.

³² Dopotutto, come osserva F. D'ALESSANDRO, *Violazione degli obblighi di informazione e sanzioni*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, Giuffrè, Milano, 2020, 164, «[f]a parte della tradizione che il diritto commerciale, disciplina di frontiera, esposta in prima linea agli impulsi provenienti dal dinamico ed inquitto mondo dei traffici [...], manifesti la tendenza a frequenti, continue, innovazioni».

³³ Cfr. MERGERMARKET, *Global and Regional M&A Report 2020*. Secondo tale studio, nel 2020 la dimensione del mercato M&A su scala globale ha superato le 30.000 operazioni completate, per un controvalore pari a 3.163 miliardi di dollari, in leggero aumento rispetto al 2019 nonostante la crisi economica causata dalla pandemia COVID-19. Tra queste, un ruolo primario è stato rivestito dalle operazioni di fusione ed acquisizione che hanno coinvolto una società quotata: si segnala la fusione tra i gruppi assicurativi Willis Towers Watson e Aon, per un controvalore pari a 30 miliardi di euro, oltre alla fusione tra i conglomerati automobilistici FCA e PSA, che ha dato vita a Stellantis, una realtà da oltre 22 miliardi di euro in capitalizzazione. Nell'ambito bancario italiano, un ruolo importante è stato svolto dalla fusione di UBI in Intesa Sanpaolo, per un controvalore totale superiore ai 5 miliardi di euro, mentre in ambito Fintech si registra la doppia fusione del gestore di pagamenti Nexi rispettivamente con la società italiana gestore di piattaforme SIA e la realtà danese nei pagamenti digitali Nets, che ha dato vita ad un attore con una capitalizzazione di borsa complessiva superiore ai 16 miliardi di euro. Si consideri inoltre che l'unica

normativa che tale ambito ha vissuto a seguito della crisi finanziaria del 2008. Nonostante il perdurare di fenomeni di crisi (quali la perdurante pandemia da COVID-19 nel 2020 cui si è unita la crisi delle linee di approvvigionamento globali nel 2021) e di conseguente riforma legislativa, l'attività di M&A coinvolgente quotate rappresenta sempre più uno strumento chiave, per mantenere e accrescere valore, e sviluppare vantaggi competitivi. Il continuo evolversi dell'universo di riferimento richiede dunque la capacità, per gli investitori, di essere in grado di comprendere l'insieme di informazioni sempre più complesso e diversificato che in tale universo vengono loro messe a disposizione e, per il legislatore, la necessità di predisporre un sistema normativo in grado di garantire l'efficiente funzionamento di tali flussi informativi³⁴, facendo al tempo stesso fronte alle sfide che tale fenomeno comporta.

monografia dedicata specificatamente al tema delle fusioni che coinvolgono società quotate appare essere l'importante contributo di P. GUALTIERI, *Le fusioni di società quotate: la recente esperienza italiana*, Il Mulino, Bologna, 1990, che seppur risalente rappresenta un importante punto di riferimento per l'analisi che si accinge a svolgere in questa sede.

³⁴ Piace qui ricordare G. ROSSI, *Le banche, le imprese e il mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983, 450, il quale descriveva il mercato finanziario come "volontà di sapere".

CAPITOLO PRIMO

OPERAZIONI DI FUSIONE E SOCIETÀ QUOTATE. PROFILI DI DISCIPLINA GENERALE

SOMMARIO: 1. Il procedimento di fusione e problematiche connesse: le coordinate di riferimento. – 2. La centralità dell’informativa ai soci. – 3. L’informativa ai soci nel rapporto di cambio. – 4. Le fasi dell’informativa ai soci nella fusione coinvolgente società quotate. La fase predeliberativa. – 4.1 Il progetto di fusione. – 4.1.1. Il ruolo del progetto di fusione. – 4.1.2. I contenuti del progetto di fusione. – 4.1.3. Il progetto di fusione e le azioni di categoria. – 4.1.4. Il progetto di fusione e le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato. – 4.1.5. Il conguaglio in denaro – 4.1.6. Ulteriori elementi del progetto di fusione. – 4.1.7. La pubblicità del progetto di fusione – 4.2. La situazione patrimoniale. – 4.2.1. Il ruolo della situazione patrimoniale – 4.2.2. I contenuti della situazione patrimoniale – 4.3. La relazione dell’organo amministrativo. – 4.3.1. Il ruolo della relazione dell’organo amministrativo – 4.3.2. I contenuti della relazione dell’organo amministrativo. – 4.3.3. La relazione dell’organo amministrativo e il rapporto di cambio. 4.4. La relazione dell’esperto sulla congruità del rapporto di cambio. – 4.4.1. Il ruolo della relazione e la nomina dell’esperto – 4.4.2. I contenuti della relazione dell’esperto – 4.4.3. I poteri informativi dell’esperto. 4.4.4. Rinunciabilità della relazione e diligenza richiesta all’esperto. – 5. L’informativa ai soci nella fusione coinvolgente società quotate. La fase deliberativa.

1. Il procedimento di fusione e problematiche connesse: le coordinate di riferimento.

L'intento del presente capitolo, premesso un puntuale esame dell'insieme normativo codicistico applicabile alla fusione³⁵ (e demandando i profili speciali derivanti dalla disciplina comunitaria e speciale al capitolo che segue), è di individuarne i profili problematici di applicazione di tali norme al fenomeno della fusione che coinvolga società quotate, ponendosi una serie di interrogativi che ne caratterizzano la portata in chiave sistematica, per poi offrire una potenziale chiave di lettura che sia quanto possibile orientata alle peculiarità possedute dalle fusioni con società quotate. Gli speciali obblighi informativi e redazionali cui sono soggette le società quotate per le fusioni che le coinvolgono richiedono infatti che si ponga un'attenzione particolare non soltanto ai documenti depositati ai sensi dell'art. 2501-*septies* c.c., ma anche all'intero procedimento stesso, nell'ottica di valutarne l'idoneità a garantire la corretta, completa e trasparente informazione ai soci ed al pubblico³⁶.

³⁵ Per quanto oggetto di numerosi articoli, non si rinviene nel codice civile una compiuta definizione della fusione quale operazione straordinaria. A tale mancanza sopperisce la puntuale accuratezza di M.S. SPOLIDORO, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 302, che definisce tale fenomeno giuridico nei seguenti termini: «procedimento societario che permette di sostituire ad una pluralità di società – intese come organizzazioni giuridicamente distinte fra loro – un'unica società, nella quale confluiscono e si consolidano i patrimoni delle società partecipanti e nella quale i rispettivi soci acquisiscono o mantengono una partecipazione proporzionale al valore delle partecipazioni da essi detenute nelle società partecipanti, valore da determinare tramite una negoziazione nella prospettiva della fusione». È pertanto concepibile, seppur non del tutto agevole in contesti di fusioni più significative, che nella fusione non vi sia un contestuale aumento di capitale a servizio del rapporto di cambio (dunque con emissione di azioni di nuovo conio destinate ai soci della società incorporata); questo perché il rapporto di cambio potrà essere soddisfatto con ridistribuzioni interne (ossia, all'interno del capitale preesistente la fusione stessa) delle azioni, all'uopo utilizzando ad esempio azioni proprie già detenute dalla incorporante. In argomento, cfr. O. CAGNASSO, M. D'ARRIGO, *La fusione delle società*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso, L. Panzani, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2010, 501 ss.; L. VITTONI, *Operazioni di fusione e disciplina delle azioni proprie*, in *Società*, 2001, 162 ss.; S. SANTANGELO, *L'aumento di capitale nelle operazioni di fusione: elemento della fattispecie o variabile convenzionale?*, in *Notariato*, 2015, 16 ss.

³⁶ Tale analisi, che costituisce il vero *fil rouge* che contraddistingue questo lavoro, è poi sviluppata nel corso del secondo capitolo con considerazioni in merito alle principali disposizioni del TUF e della disciplina comunitaria in materia di prospetti, per infine arricchirsi nel corso del terzo capitolo con una disamina critica dell'apparato normativo disegnato dal legislatore europeo a supporto degli obblighi informativi degli emittenti, con una costante attenzione alla fusione. L'importanza dell'informazione nel contesto della governance di una società quotata era stata inoltre efficacemente riassunta da E. BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 35 ss. per il quale, appunto, l'informazione rappresenta il primario punto di partenza per ogni considerazione che abbia ad oggetto il rapporto degli amministratori con la compagine sociale (anche, e soprattutto verrebbe da aggiungere, nel contesto di una operazione straordinaria quale quella di fusione). In questa sede, risulta anche opportuno ricordare B. VISENTINI, *L'informazione*

La vastità della produzione legislativa riguardante le società quotate che si è susseguita in anni recenti aggiunge un ulteriore profilo di complessità all'analisi che si intende intraprendere. Tali novità hanno inoltre coinciso sul piano temporale con una immutata attenzione da parte degli operatori economici alla fusione come strumento di crescita imprenditoriale.

Lo scopo di questo capitolo è dunque, premessa una sintetica ma puntuale ricostruzione dell'impianto normativo di stampo codicistico applicabile alla fusione, analizzare la *ratio* delle norme ideate dal legislatore, ricostruendo le diverse istanze che si è tentato di conciliare, nonché mantenendo uno sguardo attento al fenomeno e alle peculiarità dell'operazione di fusione che coinvolga società quotate. Non potendosi in tale sede procedere ad analizzare l'intero insieme delle norme applicabili al procedimento di fusione, l'analisi si concentrerà particolarmente sulle disposizioni che contribuiscono a delinere gli obblighi pre-deliberativi delle società che si accingano ad intraprendere il percorso. Nello specifico, ai fini del presente lavoro importa concentrarsi soprattutto sui principali obblighi informativi da assolvere per consentire poi, ai soci, una compiuta informativa in sede assembleare. Su tale base, si procederà dunque a valutare sia in che misura le soluzioni al momento offerte in termini di insieme informativo da fornire prima della deliberazione assembleare contribuiscano a fornire una risposta soddisfacente alle esigenze del mercato nel quale una società quotata è chiamata ad operare, sia a evidenziare eventuali criticità nella disciplina e possibili margini di aggiornamento. Nel condurre questa analisi, si porrà inoltre attenzione soprattutto al bilanciamento più delicato che richiede ogni fusione con presenza di quotata: l'esigenza di raccordare l'interesse degli amministratori a celerità e segretezza con quello dei soci e del mercato ad una informazione altrettanto celere e trasparente³⁷. Tale ultimo aspetto sarà altresì oggetto di attenzione particolare nel corso del terzo capitolo del presente lavoro.

societaria e gli azionisti, in *Riv. soc.*, 1981, 789 ss. L'A. in particolare osservava come «la gestione dei sistemi informativi interni aziendali» rappresentasse un «presupposto ed elemento essenziale dell'informazione esterna».

³⁷ Tale ultimo aspetto sarà inoltre oggetto di attenzione particolare nel corso del terzo capitolo del presente lavoro.

La fusione realizza, come noto, una operazione di concentrazione di uno o più soggetti giuridici³⁸ in una singola entità³⁹. L'impianto normativo di riferimento, contenuto negli articoli 2501 – 2505-*quater* del codice civile, si completa mediante le disposizioni di disciplina speciale volta a regolare le specifiche ipotesi di fusione che riguardino società che hanno sede in diversi ordinamenti giuridici⁴⁰, o che svolgano attività bancaria⁴¹ o assicurativa⁴². La mancanza di una disciplina unitaria dedicata alla fusione di società quotate rappresenta, se si vuole, la prima e maggiore caratteristica dell'insieme normativo che ci si accinge ad analizzare. Le disposizioni dettate in materia si preoccupano in fatti di porre norme di carattere, appunto, speciale, che si sostituiscono o si integrano alle norme di carattere generale su base straordinaria ma, in linea generale, non ne soppiantano l'applicazione.

A parere di chi scrive, il più ambizioso, ma forse, al tempo stesso, potenzialmente rivoluzionario mutamento che potrebbe essere implementato altro non sarebbe se non conseguire una collocazione unitaria, a carattere di disciplina unica ma, auspicabilmente, completa, della fusione che coinvolga, indifferentemente quale incorporata o incorporante, una società quotata. Se non in termini puramente di disciplina, tale scelta sicuramente rappresenterebbe una forte rottura in chiave sistematica rispetto all'approccio che fino ad oggi ha maggiormente contraddistinto la produzione legislativa in questo ed altri ambiti.

Ogni lavoro che tratti di fusione non può prescindere da una ricognizione del dibattito in merito alla natura giuridica della stessa. Al riguardo, per quanto riguarda la qualificazione della fusione quale vicenda estintiva o modificativo-evolutiva, nonostante abbia a lungo prevalso in dottrina

³⁸ Cfr. G. FERRI JR., G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 4, Torino, Utet, 2007, 229; M. PINARDI, *Le opposizioni dei creditori nel nuovo diritto societario*, Milano, 2006, *passim*.

³⁹ Si distingue pertanto dal fenomeno dei gruppi di società, che si caratterizzano per unitarietà di indirizzo e di strategia economica ma con il mantenimento di distinte soggettività giuridiche agli occhi della legge. In argomento, v., *ex multis*, F. GALGANO, *L'impresa di gruppo*, in *Direzione e coordinamento di società*, a cura di F. Galgano, G. Sbrisà, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2014, 1 ss. e, per i profili contabili, per primo L.A. BIANCHI, *Informazione societaria e bilancio consolidato di gruppo*, Egea, Milano, 1990.

⁴⁰ Disciplinate dalla direttiva 2005/56/CE del 26 ottobre 2005, a cui è stata data attuazione con il d.lgs. 30 maggio 2008, n. 108).

⁴¹ Le fusioni tra banche sono oggetto degli artt. 31, 36 e 57 del Testo Unico Bancario.

⁴² Gli artt. 201 e 202 del Codice delle Assicurazioni Private regolano le fusioni che coinvolgono assicurazioni.

e giurisprudenza la seconda lettura interpretativa⁴³, un recente *revirement* della Suprema Corte ha nuovamente aderito al primo (ultimamente dimenticato) orientamento interpretativo, ossia l'effetto estintivo che l'operazione straordinaria in discorso produce nei confronti della società incorporata, conseguentemente ravvivando un sopito dibattito dottrinale⁴⁴. Pur avendo tale

⁴³ Registrandosi pertanto un mutamento dell'opinione prevalente rispetto al periodo precedente la riforma del diritto societario del 2003, in cui la fusione veniva prevalentemente considerata una vicenda estintiva. Sulla qualificazione oggi maggioritaria, v. Cass. SS. UU., 8 febbraio 2006, n. 2367, in *Riv. not.*, 2006, 4, 1137 ss., con nota di Scalabrini, Trimarchi; e in *Riv. soc.*, 2007, 2, 153 ss., con nota di Corsini. In particolare, i Supremi Giudici rilevano come, alla luce della novella anzidetta, la fusione non comporti «l'estinzione di un soggetto e (correlativamente) la creazione di un diverso soggetto; risolvendosi (come già è stato rilevato in dottrina) in una vicenda meramente evolutiva-modificativa dello stesso soggetto, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo». La giurisprudenza successiva si è espressa in modo conforme: *ex multis*, v. Cass. 18 gennaio 2018, n. 1181, in *Corr. giur.*, 2018, 424 ss.; e in *Fall.*, 2018, 547 ss., con nota di Brogi.; Cass. 16 maggio 2017, n. 12119, in *CED Cassazione*, 2017, rv. 644171-01; Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in *Società*, 2016, 992 ss., con nota di Tosa; in *Corr. giur.*, 2017, 1363 ss., con nota di Fanciarese; in *Notariato*, 2016, 110 ss. Anche la prevalente dottrina condivide il rilievo che la fusione non determina alcuna cesura o discontinuità nell'attività della società fusa o incorporata, risolvendosi così nella mera modificazione dei soggetti che vi prendono parte: per un'analitica rassegna, v. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 7 ss. Per quanto riguarda le fusioni realizzate prima della riforma del 2003, l'orientamento giurisprudenziale prevalente sostiene invece che queste continuino a produrre effetti estintivi (dunque senza che la riforma riverberi i propri effetti retroattivamente sulle stesse): sul punto, cfr. Cass. SS. UU., 17 settembre 2010, in *Notariato*, 2011, 10 ss.; in *Corr. giur.*, 2010, 1565 ss., con nota di Meloncelli; in *Società*, 2010, 1393 ss., n. 19698; Cass. SS. UU., 14 settembre 2010, n. 19509, in *Giur. it.*, 2011, 1073 ss., con nota di Bertolotti; in *Obb. e contr.*, 2010, 11 ss., con nota di Scrima; in *Fisco*, 2010, 5860 ss., con nota di Turis; in *Foro it.*, 2011, 472 ss. Per una panoramica degli aspetti modificati per effetto della riforma del diritto societario, v., per tutti, L.A. MISEROCCHI, *La fusione*, in Aa. Vv. *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di S. Rossi, Milano, 2003, 375 ss.

⁴⁴ Il riferimento è a Cass. SS. UU., 30 luglio 2021, n. 21970 (in *Società*, 2021, 1193 ss., con nota di Cagnasso; in *Notariato*, 2021, 513 ss., con nota di Magliulo) che, superando un consolidato orientamento protrattosi per quindici anni, con una motivazione che si caratterizza per complessità e articolata argomentazione (completa sia di *pars destruens* sia di *pars construens*), rammenta come la fusione produca un effetto estintivo per la società incorporata. Nello specifico, viene riconosciuta la fragilità del dato giuridico posto alla base della nota pronuncia del 2006 e vengono presentati elementi di carattere sistematico a supporto di detta natura estintiva (per i quali si rinvia alla decisione stessa), con effetto devolutivo e successorio. A commento, un A. (O. CAGNASSO, *Le Sezioni Unite sugli effetti della fusione: un ritorno al passato?*, in *Società*, 2021, 1193 ss.) osserva che, alla luce di tale pronuncia, «occorrerà distinguere la società come ente, che nel caso delle incorporate o fuse, si estingue, dalla società come insieme di rapporti, che continuano nell'incorporante o nella società risultante dalla fusione». L'A. parrebbe così condividere la conclusione cui giungono gli ermellini nella decisione in esame, evidenziando come dopotutto, all'esito dell'operazione, l'effetto estintivo sia «*connaturale alla struttura e alle finalità della fusione*».

Nonostante in tempi recenti la dottrina non avesse mai del tutto abbandonato una propensione a sostenere la tesi estintiva (v. G.A. RESCIO, *La fusione e la scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da G. Marasà, C. Ibba, vol. III, Giuffrè, Milano, 2020, 2491 s. il quale già evidenziava come «negare l'estinzione

pronuncia limitate (se non trascurabili) conseguenze rispetto all'oggetto del presente lavoro, il suo effetto più rilevante è forse quello di donare nuova linfa ad un dibattito dottrinale che, muovendo dalla natura giuridica della fusione, possa poi soffermarsi su ulteriori profili problematici che ne sono immediata derivazione (si pensi, ad esempio, al tema della legittimazione processuale o della scissione tra società intesa quale ente o quale rete di rapporti giuridici).

Ad ogni modo, come già evidenziato nei paragrafi introduttivi, è di pronta constatazione il fatto che lo scopo⁴⁵ principale delle operazioni di fusione sia quello di conseguire dei vantaggi di

dell'ente fuso o totalmente scisso, con conseguente mutamento della (e dunque successione nella titolarità giuridica del relativo patrimonio, costring[al] a ricorrere a concezioni "metagiuridiche", risolvendosi così in una teorizzazione che l'A. qualifica come "sostanzialmente inutile"), tali argomentazioni riprendono vigore proprio alla luce della sentenza del 2021 e alle stesse pare aderire proprio l'A. in precedenza citato (O. CAGNASSO, *Le Sezioni Unite sugli effetti della fusione: un ritorno al passato?*, in *Società*, 2021, 1193 ss.). Di segno opposto appare, nel commentare la medesima pronuncia, altro A. (F. MAGLIULO, *Clamoroso revirement della Cassazione sulla natura giuridica della fusione*, in *Notariato*, 2021, 513 ss.), al quale è ascrivibile una posizione più critica rispetto alle argomentazioni ivi contenute: «l'adesione alla teoria della mera modificazione implic[al] una sorta di inammissibile sopravvivenza dell'incorporata e dei suoi organi, in parallelo con l'incorporante», con un conseguente "clamoroso equivoco concettuale". Per una disamina delle conseguenze processuali derivanti dalla presa di posizione delle Sezioni Unite, cfr. invece L. LA BATTAGLIA, *Fusione societaria e legittimazione processuale della società fusa o incorporata*, in *Corr. giur.*, 2021, 1301 ss.

⁴⁵ Si veda L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2014, 10, il quale rileva come, dal punto di vista operativo, le operazioni straordinarie (inclusa la fusione) comportino altresì «un mutamento nella titolarità e nella consistenza del patrimonio sociale o di parte dello stesso». Rileva L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 2, che la fusione si sostanzia in "un'operazione di riassetto organizzativo delle società che vi prendono parte". V. anche R. PEROTTA, L. BERTOLI, *Le operazioni straordinarie – Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*, Giuffrè, Milano, 2015. A parere di M. CAVANNA, *La fusione*, in AA. VV., *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2011, 452, la fusione si contraddistingue per una "doppia anima", da un lato quale «atto complesso di gestione dell'impresa (che come tale rientrerebbe nella competenza deliberativa degli amministratori)» e dall'altro «momento di fondamentale riassetto organizzativo delle diverse società coinvolte (decisione che di regola spetta invece ai soci)». Per quanto riguarda il bilanciamento tra tali due anime potenzialmente contrapposte, l'A. prosegue la propria analisi rilevando come «il nostro legislatore ha inteso giustamente privilegiare questa seconda, allorchè demanda ai soci l'approvazione del progetto di fusione». Da ultimo, considerano anch'essi la fusione come una modalità di "riorganizzazione complessiva dell'impresa" G. FERRI JR., G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, vol. 4, Giappichelli, Torino, 2007, 235 ss. (e, nello specifico, 237, ove viene sottolineato che «la fusione comporta non tanto e non solo l'unificazione di organizzazioni originariamente distinte, quanto piuttosto, e più radicalmente, una nuova organizzazione di impresa, e dunque un nuovo investimento»).

natura economica⁴⁶ che si riverberano in una più efficiente gestione dell'impresa in termini di minori costi o maggiore fatturato⁴⁷. Tali vantaggi⁴⁸ vengono, in sintesi, compiutamente rappresentati dall'esigenza, in ogni operazione di fusione, di riferirsi ad un piano industriale di medio-lungo periodo, a propria volta in grado di incidere sul profilo di rischio dell'investimento e, di conseguenza, sul valore delle partecipazioni delle società coinvolte⁴⁹. Da questo punto di

⁴⁶ È interessante rilevare come, nella prospettiva del diritto tributario e della pratica fiscale, nozioni di ragioni economiche poste a supporto del compimento di una operazione straordinaria subiscono un peculiare processo interpretativo, posto che non è considerata validamente spendibile una ragione economica laddove consista nell'intenzione di conseguire un beneficio fiscale. In argomento, v. R. LUPI, *Diritto tributario, Parte speciale*, 6ª edizione, Giuffrè, Milano, 2000, 185 ss.; G. ZIZZO, *Le riorganizzazioni societarie nelle imposte sui redditi. Trasformazioni e scissioni*, Giuffrè, Milano, 1996, 74 ss.; ID., *Le vicende straordinarie del reddito d'impresa*, in *Manuale di diritto tributario*, a cura di G. Falsitta, Cedam, Padova, 2016, 643 ss.; F. TESAURO, *Istituzioni di diritto tributario*, Volume 2: Parte Speciale, Utet, Torino, 2016, 195 ss. In tali circostanze, occorrerebbe pertanto porre a confronto le idealmente molteplici ragioni economiche della fusione, per identificare quella prevalente ed assicurarsi che non corrisponda ad un beneficio fiscale. Sul punto cfr. M. MISCALI, *Contributo allo studio dell'abuso del diritto tributario*, in *Dir. e prat. trib.*, 2017, I, 1385 ss.; ID., *Abuso del diritto tributario e normali logiche di mercato*, in *Corr. Trib.*, 2017, 940 ss. Più diffusamente sulle operazioni straordinarie v. S. ZIZZO, *Operazioni straordinarie (dir. tribut.)* (ad vocem), in *Enc. dir.*, Annali I, Giuffrè, Milano, 2007; A. FANTOZZI, F. PAPARELLA, *Le operazioni straordinarie nelle imposte sui redditi*, in *EID.*, *Lezioni di diritto tributario dell'impresa*, Cedam, Padova, 2014, 322; E. DELLA VALLE, V. FICARI, G. MARINI, *Il regime fiscale delle operazioni straordinarie*, Giappichelli, Torino, 2009. Nella dottrina più risalente relativa al panorama normativo antecedente la riforma del 1991, v. G. TREMONTI, *Note sulla disciplina fiscale della fusione di società e dell'iscrizione in bilancio dell'avviamento*, in *Riv. dir. fin. e scienza delle finanze*, 1987, 90 ss.

⁴⁷ Vedi tuttavia M.S. SPOLIDORO, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 298. L'A. rileva che meriti una critica «l'impostazione di chi attribuisce a ciascuna delle operazioni straordinarie una funzione “virtuosa”, spesso individuata in astratto, senza dunque una attenzione sufficiente per i diversi contesti concreti nel quale esse possono essere progettate, attuate e, per quanto qui rileva, abusate».

⁴⁸ P. LUCARELLI, *La scissione*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 326, evidenzia la duplicità di piani che caratterizza la fusione: da un lato «quella del fondamento economico gestionale con riferimento al quale rappresenta una decisione strategica», dall'altro «quello organizzativo normativo che ne configura l'essenza di revisione delle regole di produzione dell'attività come modificazione in senso lato dell'atto costitutivo». Secondo G. FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Giuffrè, Milano, 1998, 103, la fusione non consiste tuttavia unicamente in un aspetto gestorio caratterizzante l'attività sociale, né in una mera modifica statutaria ratificata dall'assemblea straordinaria, ma «implica altresì una trasformazione della partecipazione sociale».

⁴⁹ Rileva M.C. DI MARTINO, *Fusione e soluzioni concordate delle crisi*, Giappichelli, Torino, 2017, 21, che la fusione «non determina il mero acquisto di un complesso di beni o di un'azienda; ma un'unificazione complessiva che comporta la prosecuzione (in comune) di un'attività economica, con capacità produttive, di reddito e reinvestimento diverse». Per ulteriori riflessioni in merito all'effetto sinergico realizzato dall'integrazione delle società partecipanti alla fusione mediante una pianificazione strategica condivisa v. G. FORESTIERI, *Corporate and Investment banking*, Egea, Milano, 2009, 83 ss. L'A. evidenzia come, nell'ambito delle operazioni riorganizzative aziendali realizzate mediante fusione, le sinergie rappresentino innanzitutto

vista, la fusione di una società quotata non rappresenta un fenomeno tanto diverso; diverse saranno tuttavia le caratteristiche che tali vantaggi assumeranno nel contesto delle operazioni che si vorranno portare a compimento, così come inevitabilmente maggiori e più volatili saranno le implicazioni, positive o negative, di una eventuale errata valutazione. Di conseguenza, l'informazione, di per sé già centrale in ogni operazione di fusione che ci si accinge a completare, assume un ruolo più delicato nel caso sia coinvolta una società quotata. Le informazioni in un tale contesto dovranno essere analizzate con più attenzione, e le decisioni da prendere sulla base di esse considerate in maggior dettaglio. È sulla base di queste considerazioni di partenza che ci si accinge ora a valutare l'insieme normativo principale posto a fondamento della materia, quello codicistico.

Al riguardo, emerge in primo luogo come la struttura della cornice codicistica che compone l'insieme di norme dedicate alla fusione evidenzia con chiarezza l'intenzione del legislatore a preservare l'interesse sociale ad una conduzione efficiente ed oculata della gestione di impresa⁵⁰ anche a seguito del completamento dell'operazione, nonché l'interesse dei singoli soci a non vedersi ridurre il valore delle proprie partecipazioni sociali per il solo effetto delle operazioni di valutazione contabile funzionali al completamento delle operazioni medesime.

Di conseguenza, significativa attenzione è dedicata dal legislatore ai profili degli obblighi di informativa da parte dell'organo amministrativo ai soci, con riguardo alle ragioni giuridiche ed economiche che giustificano il progetto di fusione (art. 2501-*quinquies* c.c.), nonché alla valutazione dei patrimoni delle società coinvolte nella operazione (2015-*quater* c.c. - 2501-*sexies* c.c.). Una ulteriore forma di tutela nei confronti dei soci è rappresentata dalla funzione di controllo contabile relativa alla predisposizione delle menzionate valutazioni patrimoniali, che trova espressione in una forma di vigilanza sia interna (demandata al collegio sindacale o al revisore legale, se nominato) sia esterna (operata dall'esperto contabile nominato

l'elemento principale di valutazione dell'opportunità di fusione stessa, giustificando l'incremento di valore che viene a realizzarsi a seguito dell'integrazione. In argomento anche L. POTTI, *La nuova informazione nelle fusioni di società*, in AA. VV., *Scritti in onore di Carlo Masini*, III, Milano, 1993, 341.

⁵⁰ Riassume nei termini che seguono i principali fattori propulsivi della fusione C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Vallardi, Milano, 1906, col. II, 605: «per esercitare con maggiori capitali un'industria comune, per sottrarsi ai danni ed alle spese della concorrenza, per procacciarsi talvolta un monopolio di fatto coll'esercizio di qualche ramo di commercio, più società possono fondersi in una sola. Queste fusioni sono frequenti nei periodi di raccoglimento che succedono alle crisi economiche di un paese: le imprese che vi sopravvivessero tentano con questo spediente di rinnovare e loro fortune. Giovano alla continuità degli affari, risparmiano alle società che si fondono le perdite di una liquidazione, aiutano la costituzione d'impresе più gagliarde».

appositamente nel contesto dell'operazione di fusione). Da questo punto di vista, il codice riconosce dunque la centralità di una corretta e sufficiente informativa come presupposto imprescindibile di una operazione di fusione che abbia successo.

Ai summenzionati elementi si affiancano altresì delle difese dal carattere più generale, ma incidentalmente adatte anche a soddisfare esigenze di controllo contabile, quali la possibilità di modificare il progetto di fusione in sede di approvazione assembleare attraverso i meccanismi di cui all'art. 2502 c.c., nonché la facoltà di sporgere denuncia al collegio sindacale (o altro organo di controllo preposto in caso di adozione del sistema monistico o dualistico) in conformità con l'art. 2408 c.c. Al riguardo, si è osservato in dottrina come «l'*iter* codicistico rappresent[*i*] lo strumento di corporate governance volto a fornire ai soci quelle informazioni necessarie a comprendere tempestivamente se l'operazione presenta aspetti pregiudizievoli per l'interesse sociale o per quello personale e per reagire preventivamente agli aspetti pregiudizievoli»⁵¹. Ne consegue come il legislatore sembrerebbe aver tracciato non tanto una cornice con gli elementi di validità delle operazioni di fusione, quanto piuttosto obblighi informativi volti a garantire la congruità del rapporto di cambio, demandando al tempo stesso ai soci nel consesso assembleare ampia libertà in merito alla modifica dei profili di opportunità commerciale attinenti all'operazione.

Importanti sono anche gli *standard* di condotta cui gli amministratori debbono generalmente attenersi nel compimento di una operazione di fusione. In dottrina si è osservato al riguardo che gli amministratori dovranno mantenere un atteggiamento di “*procedural fairness*”, ossia di «aver debitamente valutato e istruito la decisione di dare corso all'operazione, avendo attivato una adeguata attività preparatoria interna, accuratamente vagliato eventuali alternative, effettuato la scelta della controparte negoziale all'esito di una procedura competitiva, selezionato consulenti dotati di specifica professionalità»⁵². Obblighi specifici potranno altresì discendere dalle peculiarità di ciascuna operazione.

Emerge tuttavia immediata, in base a quanto finora trattato, una inevitabile tensione tra le esigenze della compagine sociale ad essere compiutamente informata in merito ad una

⁵¹ V. L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2014, 16.

⁵² Così L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 223. In argomento e, più specificatamente, sulla declinazione dei *fiduciary duties* dei *directors* nel contesto di una operazione straordinaria (tra cui rientra anche la fusione), cfr. W.T. ALLEN, R.H. KRAAKMAN, *Commentaries and cases on the law of usiness organization*, Wolters Kluwer, New York, 2016, 229 ss.

operazione che, oltre a riverberarsi sul piano prettamente gestorio delle società coinvolte nella fusione, è idonea ad incidere sensibilmente sulle partecipazioni azionarie detenute, e le priorità degli amministratori volte a garantire un efficiente completamento del processo (preferibilmente senza dedicare troppo tempo e risorse al soddisfacimento delle pretese dei soci). Tale tensione, già rilevata dal legislatore del codice e dunque caratterizzante ogni operazione di fusione, a prescindere dalla natura di quotata delle società coinvolte, è alla base del lavoro di bilanciamento svolto dal legislatore in sede di redazione della attuale disciplina normativa. Inoltre, assume un ruolo del tutto peculiare nel contesto del presente lavoro, poiché questo si prefigge altresì di interrogarsi sull'attualità, nel contesto delle società quotate, di un tale sistema normativo e sulla sua effettiva capacità di fornire le risposte che tutti gli operatori coinvolti si attendono. Al riguardo, si sottolinea che eventuali attività di riforma normativa, attinenti a società quotate, potranno a parere di chi scrive esplicare un effetto virtuoso ancora maggiore se collocate in un insieme unitario, e non disomogeneo, di disposizione specificatamente dedicate al fenomeno della fusione nel contesto di quotate. Una eventuale attività di riforma normativa che si completi a livello di normativa generale, e che dunque incida sul dettato del codice civile, potrebbe non risultare altrettanto efficiente (posto che, in tale ambito, mancando la forza propulsiva ad una maggiore trasparenza da parte del mercato, non sempre maggiore informazione può coincidere con un maggior grado di successo dell'operazione di fusione che si intende intraprendere).

Sempre sulla base del disegno codicistico, per quanto il momento di decisione assembleare sulla fusione sia essenziale nel determinare la prosecuzione del procedimento, un ruolo di altrettanta se non maggiore importanza è demandato agli amministratori, cui compete la pianificazione della fusione nei minimi dettagli, comprese modalità, condizioni, peculiarità. Quest'ultima, così determinata, verrà poi sottoposta al vaglio dei soci⁵³.

Nel contesto della società quotata, la delibera assembleare assume vesti tutt'altro che "ratificatorie"⁵⁴ rispetto a quanto concluso nella fase predeliberativa essa rappresenta invece un

⁵³ Ciò rientra anche nelle più ampie prerogative gestorie demandate all'organo amministrativo. In argomento, diffusamente, cfr. V. CALANDRA-BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, sez. IV, tomo 4.VI*, Giappichelli, Torino, 2019, 186 ss.

⁵⁴ In questi termini A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società (Commento al d.lgs. 16 gennaio 1991 n. 22)*, Giappichelli, Torino, 1994, 25, i quali rinvencono nell'architettura stessa del procedimento di fusione la «presa d'atto di una realtà che, almeno in un importante numero di casi, vede nell'assemblea un semplice

attento momento di ponderazione di scelte da cui dipendono le sorti della società⁵⁵, e di discussione, anche animata, tra soci dissenzienti e *management*. Inoltre, il grado di pubblicità e di attenzione sull'organo gestorio è ben maggiore in tale contesto rispetto ad un caso in cui tutte le società coinvolte siano ad esempio società chiuse, e i soci di controllo⁵⁶ abbiano partecipato, direttamente o indirettamente, alle trattative.

Purtuttavia, non si può ovviamente nemmeno concludere in senso opposto, ed assegnare alla decisione dei soci un ruolo preponderante nell'ambito di una fusione tra società chiuse.

Alla luce di quanto precede, preme qui sottolineare che i soci, indipendentemente dalla natura di quotata o meno della società nella quale sono titolari di partecipazioni, lungi dall'abdicare ogni ruolo decisionale da un lato (i.e., nel contesto assembleare di una società chiusa, governato dal codice civile), e dal divenire i veri padroni del processo dall'altro (i.e., nell'ambito di una società quotata), sono tuttavia nel contesto delle società quotate, coinvolti in un ruolo quasi di compartecipanti in una vicenda di grande complessità.

La peculiarità, e inevitabilmente, l'aspetto più critico, che dunque caratterizza le società quotate in tale contesto, è quello di attribuire ai soci un insieme di informazioni maggiore (sia in termini di quantità, sia di qualità e diversità) rispetto a quello normalmente loro dedicato nell'ambito delle società chiuse. Volendosi spingere oltre, un tale insieme di informazioni,

organo di ratifica e non di deliberazione». Sull'importanza del ruolo rivestito dal consesso assembleare nel procedimento di fusione, v. altresì P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.; M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336 ss.

⁵⁵ Il ruolo dell'organo gestorio e la conseguente importanza del suo agire rispetto all'attività di verifica svolta dai soci in sede assembleare è rimarcata, tra gli altri, da A. PICCIAU, *Osservazioni sulle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. it.*, 1991, 496 ss.; P. MARCETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 28; A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Giappichelli, Torino, 1997, 45 ss. Sul punto anche G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013, 203 ss., e già in ID., *"Merger agreement" e responsabilità per "danno da mancata fusione"*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 481 ss.

⁵⁶ Rileva G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013, 205, come risulti inverosimile che «il progetto arrivi in assemblea senza essere stato "preventivamente" visionato dai soci di maggioranza, anzi, la partecipazione di questi alla fase preparatoria costituisce la regola». In senso conforme G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d. lg. 1991 n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 505, che osserva in merito come «in pratica gli amministratori si copriranno ancora attraverso contatti con l'azionariato ed in particolare con il gruppo di controllo». Se si può condividere una tale affermazione senza riserve nel contesto di una fusione che coinvolga società chiuse, si avrà modo di approfondire nel corso del terzo capitolo le ragioni per le quali una tale eventualità comporti potenziali difficoltà e rischi nel contesto di una fusione che coinvolga almeno una società quotata.

complessivamente considerato, pone i soci nel contesto di una quotata quasi sullo stesso piano degli amministratori, nell'ottica di garantirne una decisione informata. È per questo che, nei paragrafi che seguiranno, si avrà modo di approfondire prima le modalità con cui tale importanza dell'informativa nei confronti dei soci si declina, poi i contorni applicativi in relazione ai singoli adempimenti documentali loro dovuti.

2. La centralità dell'informativa ai soci.

Nel contesto di una analisi compiuta del ruolo dell'informazione nell'ambito della fusione non si può prescindere da una più compiuta disamina dell'informativa ai soci⁵⁷. Come anticipato, questo rappresenta uno strumento di tutela cruciale predisposto dal legislatore, per mezzo del quale i soci possono assumere una decisione consapevole riguardo alla convenienza dell'operazione a loro sottoposta dall'organo amministrativo.

Innanzitutto, preme sottolineare che i contenuti effettivi che l'informativa ai soci deve contenere secondo il dettato del codice civile non sono ben chiusi e circoscritti (ad esempio onde sopperire all'asimmetria informativa iniziale tra socio ed amministratori in relazione a taluni aspetti relativi alla prospettata operazione, come la valutazione delle società coinvolte o il rapporto di cambio), ma ricomprendono invece, come si avrà modo di vedere, i principali aspetti dell'operazione prospettata. Da un lato, il nucleo fondamentale predisposto dal Codice include il progetto di fusione, la situazione patrimoniale, la relazione degli amministratori e la relazione dell'esperto, ossia una variegata mole informativa primariamente a servizio dei soci e a tutela dei loro interessi. Tale affermazione si rinviene dal fatto che sia possibile ometterne la predisposizione (ad eccezione del progetto di fusione) solamente all'unanimità (o,

⁵⁷ Questa esigenza era già stata avvertita dalla dottrina prima ancora delle riforme del 1991 e del 2003. Cfr. B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 119; C. SANTAGATA, *Informazione dei soci e invalidità della fusione*, in *Società*, 1989, 483 ss. Tuttavia, prima della riforma del 1991, il progetto non costituiva un momento essenziale del procedimento di fusione, non essendo espressamente previsto dal disposto codicistico (ma affondando le proprie radici nella prassi, che invece lo considerava imprescindibile). Esso dunque non aveva rilievo esterno, ma rivestiva comunque un ruolo importante nel valutare la trasparenza informativa in favore dei soci: cfr. C. SANTAGATA, *La fusione tra società*, Morano, Napoli, 1964, 119 ss.; F. SCARDULLA, *La trasformazione, la fusione e la scissione di società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, Giuffrè, Milano, 2000, 357 ss.; E. SIMONETTO, *Trasformazione e Fusione delle società. Società costituite all'estero*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Zanichelli, Bologna, 1976, 299.

alternativamente, nel caso di società interamente posseduta, ai sensi dell'art. 2505 c.c.)⁵⁸. Ciò comporta che l'omissione in questione rappresenti, nel caso di società quotate, solamente un'ipotesi di scuola, remota (se non impossibile) nella prassi.

Nonostante la completezza del summenzionato apparato normativo, poter raggiungere le finalità di tutela e di trasparenza perseguite dal legislatore per mezzo degli obblighi di informativa delineati nel codice richiederebbe tuttavia una estensione dell'ambito puramente testuale dell'articolo 2501-*quinquies* c.c. A tale apparente mancanza ha tuttavia sopperito l'apporto interpretativo della dottrina: nello specifico, si è condivisibilmente ritenuto che debbano essere ricomprese nel contenuto della relazione dell'organo amministrativo anche una compiuta descrizione dei patrimoni delle società coinvolte nell'operazione di fusione, nonché eventuali conguagli in denaro e il potenziale trattamento riservato ai possessori di categorie azionarie munite di diritti speciali (nonostante nessuno di tali aspetti sia stato esplicitamente menzionato all'interno dell'articolo summenzionato)⁵⁹. Tale estensione degli obblighi informativi si pone nell'ottica di garantire la comprensione, da parte degli azionisti chiamati ad approvare l'operazione prospettata, di quelle che sono le ragioni sottese alle scelte operate dal management. I soci potranno così valutare in autonomia i profili economici e giuridici della fusione come tratteggiata dagli amministratori, valutando la convenienza degli stessi rispetto ai propri modelli di investimento nonché il rispetto delle normative applicabili.

In particolare, per quanto concerne l'eventuale presenza di un conguaglio in denaro rispetto alle azioni della società incorporanda (il che può sovente verificarsi nel contesto di fusione che

⁵⁸ Considerato che tale informativa è principalmente volta alla tutela dell'interesse sociale, risultano chiave le informazioni volte a chiarire le ragioni sottese all'operazione nonché le valutazioni alla base del rapporto di cambio proposto, entrambe oggetto di specifica menzione da parte del legislatore quali elementi della relazione degli amministratori ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c. Per un commento alla disposizione, cfr. S. CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 2505 c.c.*, in *Codice delle Società*, a cura di N. Abriani, Utet, Torino, 2016.

⁵⁹ In argomento, ed in particolare sulla necessità che la relazione preveda la presenza di tassi di conversione "differenziati", v. G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy out (Nota a Trib. Milano, 9 ottobre 2002)*, in *Corr. giur.*, 2003, 206 ss. e, nello specifico, 212, ove l'A. argomenta che la presenza di tassi di conversione differenziati potrà aversi in particolare in situazioni nelle quali vi siano categorie azionarie tra loro "concorrenti", ossia i cui diritti possano porsi in rispettiva posizione di conflitto l'uno nei confronti dell'altro. In senso contrario, v. C. SANTAGATA, *Partecipazione alla fusione di società in liquidazione*, in *Società*, 1996, 806 ss., e nello specifico 808 s., secondo il quale sia invece necessaria in ogni caso l'attribuzione di «un valore differenziato in ragione del rispettivo valore intrinseco di ciascuna categoria di titoli». Sul punto, cfr. anche R. PEROTTA, *Le differenze di fusione e di scissione: natura, significato economico e conseguente rappresentazione secondo profili aziendalistici e civilistici*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, n. 3, 507 ss.

coinvolga una società quotata, allo scopo di ridurre il grado di diluizione degli azionisti esistenti della incorporante, nonostante l'evidente svantaggio di dover utilizzare risorse di cassa che si sarebbero potute impiegare in altro modo in ciò che, essenzialmente, rappresenta una distribuzione mirata di liquidità a soci), si ritiene che l'informativa debba essere di dettaglio sufficiente da consentire ai soci di comprendere i criteri di calcolo adottati nonché le ragioni sottese alla determinazione dei resti così come evidenziata nel progetto di fusione (ivi incluso se i criteri adottati nel calcolo siano corretti o sfocino in effetti distorsivi che si risolvano nella diluizione di alcune partecipazioni o categorie di azioni più di altre)⁶⁰.

In merito alla situazione patrimoniale, quest'ultima potrà in primo luogo rivelarsi utile nell'opera di valutazione del rapporto di cambio. Tuttavia, l'obiettivo principale che il legislatore si propende di conseguire imponendone la redazione e distribuzione rimane quello di garantire ai soci la possibilità di ottenere una contezza completa e soprattutto aggiornata della situazione contabile delle società coinvolte. Pur delegandosi un più approfondito esame degli aspetti peculiari e problematici della situazione patrimoniale ai paragrafi che seguiranno, preme in questa sede rimarcare che, per rafforzare ulteriormente il ruolo informativo della situazione patrimoniale, autorevole dottrina abbia ritenuto che quest'ultima debba essere affiancata da una relazione illustrativa, anch'essa predisposta a cura dell'organo amministrativo, per mezzo della quale vengano evidenziati gli elementi peculiari della situazione stessa (laddove tali informazioni non siano già contenute nella relazione di cui all'art. 2501-*quinquies* c.c., così da evitare una inutile nonché dispendiosa duplicazione)⁶¹. Nella prassi, il ruolo della situazione patrimoniale nel caso delle società quotate è comunque marginale, potendo le medesime usufruire della possibilità di sostituirla con la relazione finanziaria semestrale alla cui redazione sono comunque tenuti. Si noti, in questa sede, che la struttura della relazione semestrale stessa è paradossalmente allineata a quella che la summenzionata dottrina ritiene essere la corretta modalità di redazione della situazione patrimoniale nel contesto della fusione, considerato che in essa vengono discussi gli elementi peculiari della *performance* semestrale della società (non demandandosi così tale compito ad un separato documento).

⁶⁰ Ad esempio, se il conguaglio in denaro effettivamente sia entro il limite del 10% del valore delle azioni assegnate, così come stabilito dall'art. 2501-*ter* c.c. Cfr. L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2014, 18 s.

⁶¹ Cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 317.

Da ultimo, la cornice dei principali elementi costitutivi dell'informativa rivolta ai soci si completa con la relazione degli amministratori. In mancanza di precise indicazioni codicistiche circa il grado di dettaglio che questo documento deve presentare, è possibile rivolgersi, nuovamente, a quanto è stato sottolineato dalla prevalente dottrina la quale, sovente, cristallizza quanto già registratosi nella prassi. In sintesi, si ritiene che dunque la relazione debba essere caratterizzata da un grado di analiticità tale che un socio, nel momento in cui si accinga ad esercitare il proprio voto in assemblea, possa ritenersi consapevole dell'operazione straordinaria prospettata e delle principali ragioni sottese a un tale evento modificativo nella vita della società⁶².

Tale è l'importanza di garantire in qualunque operazione di fusione un grado di analiticità necessario così da consentire una corretta informativa dei soci, che, nell'ambito delle quotate, il medesimo principio è pure esplicitato dalla Consob⁶³. Come si avrà infatti modo di evidenziare, il Regolamento Emittenti richiede alle società coinvolte una compiuta indicazione degli obiettivi gestionali perseguiti e dei programmi formulati per il loro conseguimento, nonché l'indicazione di una serie di ulteriori informazioni enucleate in un nutrito elenco previsto all'allegato 3A, Schema 1 del Regolamento stesso.

3. L'informativa ai soci nel rapporto di cambio.

⁶² Cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 293 ss., ove si ritiene che la relazione debba essere "particolareggiata", senza esaurirsi in astratti verbalismi concentrate delle opportunità generali delle operazioni prospettate, ma illustrando invece ciò che la fusione comporterà per le società coinvolte. In senso conforme v. A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 249 s., il quale evidenzia come l'informativa che l'organo amministrativo dovrà offrire nella relazione debba necessariamente essere di carattere analitico e "risultare chiara ed esaustiva".

⁶³ A seguito della sua istituzione per mezzo della Legge 216/1974, le funzioni e i poteri della Consob hanno subito una notevole evoluzione nel corso degli anni. Una chiara e puntuale disamina è offerta da P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina della società quotate*, in *Riv. soc.*, 2016, 33 ss. In argomento v. altresì L.A. BIANCHI, *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2016, 337 ss.; P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, 120 ss.; L. ENRIQUES, *La governance delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari: teoria, strategie normative e un'applicazione della Consob*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1153 ss.

Sulla base della breve rassegna dei principali momenti informativi contrassegnanti la fusione qui compiuta, è ora necessario fare un ulteriore passo ed evidenziare così come vi sia un particolare elemento informativo che svolge, più di altri, un delicato ruolo di *fil rouge*, rappresentando al tempo stesso un imprescindibile punto di riferimento per chi si accinga a valutare una possibile fusione: il rapporto di cambio.

La determinazione del rapporto di cambio rappresenta al tempo stesso uno dei momenti più rilevanti e delicati del procedimento di fusione tra società. Nello specifico, esso rappresenta il numero di azioni della società risultante dalla fusione da attribuire agli azionisti della società incorporata, ma funge altresì da metro per determinare il livello di partecipazione che ogni socio avrà nella società risultante dalla fusione (una volta che l'operazione straordinaria sia stata completata con successo)⁶⁴.

Il principale ruolo svolto dal rapporto di cambio nell'ambito dell'informativa ai soci è permettere agli stessi di accertare che il valore delle relative partecipazioni si mantenga a seguito del completamento dell'operazione di fusione. Come tale, esso è, nelle quotate, strumento particolarmente importante ai fini di tutela di ogni azionista ma, specificatamente, dei piccoli risparmiatori, o degli azionisti di minoranza, dunque di quelle compagini sociali che solitamente non partecipano come protagonisti al processo di negoziazione del progetto di fusione tra le società partecipanti, e che quindi godono di una minore influenza nel determinare gli assetti proprietari conseguenti al completamento della fusione stessa (e, ovviamente, del rapporto di cambio)⁶⁵. Tale esigenza di tutela dei soci, tuttavia, è modulata a seconda del peso che queste rivestono nella società partecipante alla fusione che si appresti a divenire incorporata: in

⁶⁴ Cfr. E. CIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione. L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy-out*, Ipsoa, Assago, 2003, 204, per il quale il rapporto di cambio rappresenta «l'espressione matematica con cui la partecipazione in una società partecipante alla fusione viene tradotta in una partecipazione della società derivante dalla fusione o dalla società incorporante».

⁶⁵ Sugli strumenti offerti dall'ordinamento per esplicitare la tutela in favore del socio di minoranza, con particolare riguardo agli strumenti dell'impugnazione delle delibere assembleari di fusione, del recesso, e del danno da fusione, cfr. le compiute analisi di C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 579 ss.; D. GALLETI, *Commento agli artt. 2437-2437 sexies c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, vol. III, Cedam, Padova, 2005, 1464 ss.; ID., *Commento all'art. 2473 c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, vol. III, Cedam, Padova, 2005, 1903 ss.; P. BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Giappichelli, Torino, 2009, 189 ss.; L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2017, 1027 ss.; A. GENOVESE, *La responsabilità per danno nella fusione di società*, in AA. VV., *Società, banche e crisi di impresa*, Utet, Torino, 2014, 1376 ss.

particolare, qualora l'incorporanda sia posseduta almeno al novanta per cento dalla società incorporante, non è prevista la relazione degli esperti sul rapporto di cambio (a patto tuttavia che alle minoranze venga riconosciuta l'opzione di vendere le proprie partecipazioni). A questo punto, la tutela da informativa si trasforma in pecuniaria; il legislatore ha già svelato la propria preferenza, ossia premiare il socio che abbia raccolto una tale significativa percentuale del capitale sociale con la possibilità di completare la fusione mediante un *iter* contraddistinto da minore meccanicità, e minore *disclosure*. In tale contesto infatti, l'informazione sembra aver ormai perso il suo carattere di arma per consentire una decisione informata. Al socio dissenziente dovrà tutt'al più essere garantita una giusta remunerazione della sua partecipazione ma, sembra, non il diritto ad aver egualmente a sua disposizione un poderoso insieme informativo. Tale scelta legislativa appare senza dubbio condivisibile in ottica economico-aziendalistica: il socio che detenga oltre il 90% del capitale ha già dimostrato sufficiente interesse ad acquisire il controllo della società, e non merita di essere ostacolato mediante l'imposizione di oneri informativi, considerato che, per quanto informati, i soci di minoranza chiamati ad esprimersi in una eventuale assemblea comunque non potrebbero determinare un risultato loro favorevole (stante l'evidente sfavore aritmetico).

In aggiunta, le valutazioni che i soci, soprattutto di minoranza, sono chiamati a svolgere rispetto al rapporto di cambio sono rese difficoltose dalla mancanza di criteri legislativamente determinati per il calcolo dello stesso⁶⁶. Infatti, a tale difficoltà contribuisce inoltre la mancanza di una previsione dedicata alla valutazione dei beni delle società coinvolte nella fusione⁶⁷. Se, ovviamente, la mancanza di metri valutativi legislativamente previsti sembra lasciare libero

⁶⁶ Cfr. al riguardo Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Giur. it.*, 2001, 1188 ss., con nota di Weigmann. Con una pronuncia ancora attuale, nonostante fosse stata adottata prima dell'entrata in vigore della riforma Vietti nel 2003, i Supremi Giudici rilevano come «la legge si astiene dal fissare criteri direttivi per la determinazione del rapporto di cambio, onde essi restano affidati alla discrezionalità tecnica (non all'arbitrio) degli amministratori». Tale delega alla discrezionalità tecnica dell'organo amministrativo non è tuttavia priva di vincoli, poichè deve essere affiancata da una adeguata informazione per i soci nonchè da un controllo preventivo imparziale sulla congruità di tale rapporto.

⁶⁷ Sulla valutazione in generale v., nella dottrina aziendalistica, L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009; A. DAMODARAN, *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken (NJ), 2012; N. EASTWAY, D. ELLIOTT, S. KENNEDY, C. BLUNDELL, C. COOK, *Practical Share Valuation*, Bloomsbury Professional, London, 2014. Nella dottrina giuridica più recente, cfr. G. LUCCHINI, A. ABRIANI, *Valutazione d'azienda*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 71 ss.; M. BINI, *Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda a fini legali*, in *Società*, 2015, n. 11, 1270 ss.

campo ad una discrezionalità gestoria potenzialmente dannosa, non necessariamente ciò rappresenterebbe un elemento critico. Seguendo un approccio della giurisprudenza, l'organo amministrativo potrà infatti procedere a plasmare la valutazione e dunque anche il rapporto di cambio secondo i criteri ritenuti più idonei, non tanto in virtù di una propria insindacabile discrezionalità pura, quanto alla luce di riflessioni saldamente ancorate ad un riferimento tecnico, e giustificabili dal punto di vista contabile e strategico. Si rammenti altresì che una eventuale elencazione contenuta nel codice o in altro documento normativo andrebbe sottoposta a continui aggiornamenti, essi stessi demandati alla discrezionalità di soggetti sempre umani, ma non dotati di altrettanta familiarità con le dinamiche gestorie di un ente che sia coinvolto in una operazione straordinaria. Alla luce di ciò, si ritiene pertanto condivisibile che, compiuta in primo luogo la scelta di consentire un grado di discrezionalità nella determinazione dei metri con cui valutare le società coinvolte in una fusione, a detta valutazione procedano gli amministratori in virtù della discrezionalità della quale il loro ruolo è permeata.

Il rischio che si vuole ridurre in tal caso corrisponde all'attribuzione all'organo amministrativo di una discrezionalità tale che il rapporto di cambio da questi proposto non garantisca la corrispondenza tra i valori patrimoniali portati in dote da ciascuna società partecipante alla fusione, diluendo così l'apporto di un determinato gruppo di soci.

Nonostante sia possibile apprezzare l'utilità che la presenza di rigidi criteri di determinazione da parte del legislatore avrebbe comportato in una tale circostanza, in particolare permettendo di arginare la potestà decisoria dell'organo amministrativo, si è già evidenziato come in realtà questo approccio (fondato sulla discrezionalità dell'organo amministrativo) sia in ultima analisi benefico per i procedimenti di fusione, poiché ne consente l'adattabilità a quelle che sono le reali condizioni incontrate dalle società partecipanti. Difatti, le condizioni economiche dell'incorporante e dell'incorporata potrebbero essere meglio riflesse dall'utilizzo di criteri valutativi flessibili, e non dall'impiego di modalità di determinazione che, seppur in ipotesi ideali per una determinata categorie di imprese, potrebbero non altrettanto idealmente prestarsi a fotografare la situazione patrimoniale di una diversa tipologia di società. Nel determinare la metodologia ritenuta più consona al compito richiesto, l'organo amministrativo dovrà, così, idealmente procedere ad «una valutazione globale dell'organizzazione risultante dalla

operazione onde identificare l'entità dell'apporto che ciascuna società conferisce al valore patrimoniale reddituale dell'organismo unificato»⁶⁸.

Nel contesto della valutazione del rapporto di cambio, particolare importanza rivestono inoltre gli eventuali premi di maggioranza o di minoranza eventualmente riconosciuti ai soci delle società partecipanti. La presenza di premi nell'ambito della determinazione di tali rapporti rappresenta una costante nell'ambito di quelle operazioni in cui si registri la presenza, nella compagine societaria della incorporata, di un socio con sufficiente potere contrattuale dal permettergli di ottenere la concessione di tale misura.

Tali misure vengono, dunque, utilizzate nel contesto di fusioni in grado di incidere sugli assetti di controllo della società incorporante. Nonostante le società quotate presentino tradizionalmente una concentrazione delle partecipazioni azionarie inferiore rispetto a società che non si rivolgono ai mercati di rischio, non possono del tutto escludersi situazioni nelle quali la fusione comporti un cambio del controllo di una delle società coinvolte (si veda, tra tutte, la recente contemplata fusione di Nexi S.p.A. con SIA S.p.A., all'esito della quale è previsto che i soci attualmente in controllo di Nexi vedano ridursi sensibilmente le proprie percentuali azionarie)⁶⁹. In tale esempio, sia SIA sia Nexi registravano all'interno delle proprie compagini sociali *pre-fusione* la presenza di soci dal notevole peso in termini di partecipazione azionaria. In questo contesto, il premio di maggioranza in favore di CDP, socio di riferimento di SIA, si è tuttavia curiosamente risolto nella previsione di un aumento di capitale riservato, in favore di CDP, da parte di SIA prima che la fusione producesse effetti: l'esito di una tale misura è così stato di prevedere un incremento della percentuale del capitale sociale di Nexi destinata ad essere attribuita a CDP per effetto del rapporto di cambio, incrementandone anche la percentuale detenuta nella *combined entity post-combination*. A parere di chi scrive, pur non essendosi registrato un intervento sul rapporto di cambio in quanto tale, una siffatta misura sicuramente rappresenta una forma innovativa (ma al tempo stesso foriera di interessanti spunti

⁶⁸ Così L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2014, 26.

⁶⁹ Cfr. *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.nexi.it e *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di SIA S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.sia.it. Offre una attenta disamina dei principali caratteri di alcune significative operazioni di fusione coinvolgenti enti bancari quotati L.A. BIANCHI, *La contabilizzazione delle fusioni acquisitive: le disarmonie prestabilite tra principi contabili internazionali e disciplina nazionale*, in *Riv. soc.*, 2019, 34 ss.

di riflessione) con cui raggiungere i medesimi effetti economici che si sarebbero avuti mediante la previsione di un premio *ad hoc* all'interno del progetto di fusione. Inoltre, essendosi verificato al livello di SIA prima che la fusione avesse effetto, e non essendo direttamente collegato a quest'ultima, gli obblighi informativi adempiuti da parte di SIA al riguardo sono stati primariamente rivolti alla propria compagine azionaria, laddove avrebbero potuto essere sviluppati con maggiore dettaglio all'interno della relazione degli amministratori. Certamente questo aspetto potrebbe essere oggetto di una potenziale riflessione e riforma sul punto, nell'ottica di prevenire episodi di scarsità informativa in relazione ad eventi legati alla fusione.

4. Le fasi dell'informativa ai soci nella fusione coinvolgente società quotate. La fase predeliberativa.

4.1. Il progetto di fusione.

4.1.1. Il ruolo del progetto di fusione.

Una analisi più approfondita della cornice normativa codicistica applicabile alla fusione di quotate non può prescindere da una disamina del documento centrale del procedimento, a prescindere che si tratti di una quotata o non: il progetto di fusione.

Dapprima, si rende quindi necessario esaminare la redazione del progetto⁷⁰, ossia quel documento che illustra le caratteristiche dell'operazione proposta, cristallizzando gli accordi raggiunti tra i consigli di amministrazione delle società partecipanti⁷¹. Il progetto di fusione

⁷⁰ È doveroso sottolineare in questa sede che, prima della novella del 1991, il progetto di fusione non era contemplato dal legislatore, ed il primo atto del procedimento di fusione era costituito dalla delibera di fusione demandata all'assemblea. Ciò nonostante, la prassi del tempo già contemplava la predisposizione di un progetto, che costituiva invero implicitamente il primo e vero contatto tra gli organi amministrativi delle società partecipanti. In argomento, cfr. O. CAGNASSO, *Trasformazione e fusione*, Utet, Torino, 1973, 400 s., il quale sottolineava, pur in costanza della precedente disciplina, che la fusione sia «di regola preceduta da trattative ed intese preliminari generalmente ad opera degli amministratori delle società, trattative ed intese che sfociano nel c.d. progetto o piano di fusione; per cui appunto il piano di fusione non costituisce elemento essenziale, tale da condizionare la validità del negozio». Nello stesso senso anche C. SANTAGATA, *La fusione tra società*, Morano, Napoli, 1964, 184 ss.; I. DEMURO, *Fusioni e scissioni*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 5 ss. Cfr. altresì G. LAURINI, *La fusione*, in *Riv. not.*, 1991, I, 577 ss.

⁷¹ Nello specifico, l'art. 2501-ter c.c. stabilisce che «l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione redige un progetto di fusione»; competenza che, nelle S.p.A., l'art. 2381, comma 4, c.c., include tra quelle non delegabili da parte del consiglio ad un delegato o a un comitato esecutivo (l'unica valida modalità

costituisce un momento importante della fase predeliberativa, poiché, come detto, rappresenta l'esito di trattative e negoziazioni serrate, in cui inserire il "regolamento" condiviso dell'operazione straordinaria che si vuole portare a compimento⁷². In altri termini, esso declina la scelta economico-imprenditoriale che si colloca alla base di tale evento di riorganizzazione aziendale⁷³.

di adozione del progetto da parte dell'organo gestorio sarà pertanto quella della delibera consiliare). Delegabile sarà tuttavia la gestione della fase pre-progettuale, volta alla conduzione delle trattative finalizzate al raggiungimento di un progetto di fusione condiviso. In argomento v. A. VICARI, *Commento all'art. 2501-ter c.c.*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, in *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, Utet, Torino, 2015, 1498 ss.; V. MARTÌ MOYA, *La fase preliminare delle operazioni di fusione e scissione: configurazione giuridica del progetto e responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, 63 ss.; P. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 1355. Tale ultimo A. rileva in particolare come «la fase pre-progettuale e quella progettuale concretizzano le due diverse espressioni della funzione generale di amministrazione espressamente indicate nel nuovo art. 2381: gli organi delegati "curano che l'assetto organizzativo, amministrativo e contabile sia adeguato alla natura ed alle dimensioni della impresa", mentre il consiglio di amministrazione, "sulla base delle informazioni ricevute" valuta l'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile della società». Ora, si pensi anche alle complicazioni che deriverebbero da una conduzione anche della fase di trattative da parte del *plenum* consiliare; meglio sarà dunque delegare determinati componenti del consiglio alla conduzione delle stesse, idealmente delineando nella delibera di delega i precisi contorni di tale facoltà, e subordinando ad un preventivo passaggio consiliare la sottoscrizione di un contratto o altro documento vincolante che faccia sorgere per la società un obbligo ad avviare e portare a completamento il procedimento di fusione che si intende intraprendere. Ciò anche in considerazione del fatto che il progetto di fusione, in quanto progetto, restringe la propria portata al livello programmatico, senza rappresentare di per sé un impegno giuridicamente apprezzabile a completare la fusione in esso illustrata sino a quando non sia stato approvato dai soci in assemblea. V. sul punto le osservazioni di C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 279. Cfr. anche C. SANTAGATA, *Lineamenti generali dell'istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in *Società*, 1993, 11 ss.

⁷² Acutamente osserva G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013, 206, che il progetto rappresenta, al contempo "ultimo atto preparatorio" e "primo elemento" del complesso procedimento di fusione, che si definisce con la stipulazione dell'atto. Per una attenta panoramica sulle diverse fasi delle trattative volte al raggiungimento di un accordo in merito alla prospettata fusione, v. M. DALLOCCIO, C. PIRRONE, *Gli aspetti negoziali nelle operazioni di M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 159 ss.

⁷³ Così G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013, 203. Cfr. sul punto anche C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 125, secondo cui «la valenza strategico-gestionale si apprezza particolarmente nei frequenti casi in cui l'operazione di fusione è correlata a (precedenti o contestuali) cessioni o scissioni di aziende o di rami aziendali che si reputano non funzionali (ovvero eterogenei rispetto al *core business*) nella prospettiva organizzata della società risultante dalla fusione [...]. Sotto quest'aspetto, dunque, il progetto di fusione costituisce la sintetica trasfigurazione di un ben più articolato e complesso programma industriale». Cfr. anche A. VICARI, *Commento sub art. 2501-ter c.c.*, in *Le*

È buona prassi in ogni operazione di fusione, ma soprattutto ove almeno una società sia quotata, che il *management* delle società coinvolte nomini consulenti incaricati di svolgere attività di *due diligence*, prodromica sia alla valutazione del *business plan* (poi posto alla base dell'operazione stessa) sia alla individuazione di potenziali “*red flags*” che possano comportare una interruzione o sospensione del processo⁷⁴. Inoltre, laddove alle medesime trattative partecipino i soci, questi ultimi saranno portatori di dell'interesse a conservare il valore economico della propria partecipazione (che, anche in caso di mancata partecipazione alle trattative, comunque porranno a fondamento dell'esercizio del proprio diritto di voto sull'operazione in sede assembleare)⁷⁵. A volte, soprattutto per le fusioni di società non quotate, ove i soci di riferimento siano dei fondi, soprattutto di *private equity*, essi svolgono un ruolo attivo nel processo, supportando il *management* nella scelta dei consulenti e nella predisposizione del materiale stesso destinato a rappresentare il nucleo dell'informativa nel contesto della fusione stessa.

A valle di tali prodromiche attività di redazione, l'approvazione del progetto di fusione da parte dei soci rappresenta il momento cardine del processo volto al completamento di questo evento modificativo nella vita delle società coinvolte⁷⁶.

società per azioni. Codice civile e norme complementari, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3299 ss.

⁷⁴ In argomento v., *ex multis*, F.L. GAMBARO, *Brevi considerazioni in tema di c.d. due diligence*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, 897 ss.; L. PICONE, *Trattative, due diligence e obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 234 ss.; U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 65; F. FERRARA, F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011. Nella dottrina aziendalistica più recente, cfr. U. NOBILE, E. SILVA, *La due diligence*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 177 ss.

⁷⁵ In argomento v., *ex multis*, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 3 ss.; G. DOMENICHINI, *Fusioni e scissioni — profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, 115 ss. ed, in part., 128, ove l'A. distingue l'interesse a «mantenere inalterato il valore patrimoniale della propria partecipazione precedente» a quello degli stessi «a far sì che la loro partecipazione relativa sia, nel complesso, equivalente a quella precedente»; G. FERRI JR., *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 399, il quale sottolinea come tale interesse, «a misura che risulta protetto attraverso un meccanismo, come quello risarcitorio, tipicamente volto alla ricostruzione di valori lesi previamente attribuiti al soggetto, [...] finisce per assumere una configurazione spiccatamente individuale e patrimoniale, ben diversa da quella, originaria, che invece valeva ad esprimere esigenze, collettive ed organizzative, sostanzialmente riconducibili ad una generale istanza di legalità dell'azione degli organi sociali».

⁷⁶ Sottolineano in merito C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 117, che «la fusione presenta una duplice peculiarità; rispetto ad altre operazioni di “finanza straordinaria”, pur caratterizzate da rilievo

Al riguardo, sebbene la fusione rappresenti un evento determinato da scelte gestorie dell'organo amministrativo⁷⁷, la scelta in merito al procedere o meno con essa viene riservata dal codice alla compagine sociale⁷⁸. Ciò, tuttavia, non si pone in contraddizione con la regola generale, poiché

decisionale strategico, come l'acquisizione di un complesso aziendale, la fusione, per il peculiare tipico modello attuativo, esige [...] che la determinazione degli amministratori, in altre ipotesi sufficiente, degradi invece al livello di proposta da rivolgere ai soci». Nonostante dunque la chiara prerogativa gestoria degli amministratori nel predisporre il progetto, gli A. invitano a non dimenticare che all'assemblea è comunque riservato un ruolo propulsivo determinante. Pongono comunque in evidenza il ruolo degli amministratori A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 25, alla luce della discrezionalità che contraddistingue la determinazione del contenuto del progetto e il fatto che, in fase redazionale, non è attribuito ai soci alcun ruolo (fatta salva la potestà modificativa agli stessi riservata dall'art. 2502 c.c.). Cfr. F. LAURINI, *Commento sub art. 2502 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, 641 ss.

⁷⁷ Il ruolo decisivo svolto all'interno del procedimento di fusione dagli amministratori è stato sottolineato da tutti i commentatori all'indomani della riforma del 1991, nonché a seguito della riforma del 2003. Sul punto, v. *post* riforma 1991 *ex multis* A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 25; G. SCOGNAMIGLIO, *Fusione e scissione di società. Lo schema di legge di attuazione delle direttive CEE*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 110 ss.; A. MORANO, *La nuova disciplina delle fusioni*, in *Società*, 1991, 912 ss.; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 28; C. SANTAGATA, *Lineamenti generali dell'istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in *Aa. Vv.*, *Fusioni e scissioni di società*, Ipsoa, Milano, 1993, 27. A. VICARI, *Progetto di fusione ed approvazione dell'assemblea dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 408 ss. *Post* riforma del 2003 *v.*, fra tutti, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 125 ss.; C. CLERICI, *sub art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 531 ss. Nella formulazione precedente alla riforma del 1991 la norma in esame (collocata all'art. 2501-*bis* del codice) recitava testualmente: «gli amministratori delle società partecipanti redigono un progetto di fusione». Tale formulazione, più ambigua della attuale (che attribuisce espressamente all'organo amministrativo la prerogativa di redigere il progetto) aveva dato luogo a due contrapposte interpretazioni in dottrina: da una parte alcuni commentatori riconoscevano che il progetto dovesse consistere nello sbocco di un "lavoro comune" che coinvolgesse tutti gli amministratori delle società coinvolte, mentre dall'altra parte di dottrina interpretava il progetto quale una forma di "contratto", da stipularsi fra i vari organi gestori delle società. Per una ricognizione, v. C. CLERICI, *sub art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 532.; I. DEMURO, *Forme e progetto di fusione*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 375 ss.; ID., *Fusioni e scissioni*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 5 ss.

⁷⁸ Tale scelta rappresenta una deviazione dalla competenza gestoria dell'organo amministrativo, che è generale nell'ambito delle società per azioni (riservandosi alla libertà statutaria la possibilità di prevedere o meno limitate materie sulle quali i soci possano essere chiamati ad esprimersi a valle di decisioni già assunte dall'organo amministrativo). In argomento, v. G. COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2006, 322 ss., G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadesse-G.B. Portale, vol. 4, Giappichelli, Torino, 2007, 23; B. PETRAZZIONI, *sub art. 2364*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino *et al.*, tomo 1,

il primo momento decisionale del processo di fusione continua ad appartenere agli amministratori: essi infatti mantengono comunque la prerogativa a scegliere di intraprendere la fusione stessa, predisporre il relativo progetto e, soprattutto, guidare le attività di *price discovery*, occupandosi della valutazione delle società e della determinazione del rapporto di cambio⁷⁹.

Oltre a rappresentare un evento gestorio di notevole importanza, considerati gli effetti riallocativi di beni ed altre risorse delle società coinvolte, la fusione enucleata nel progetto rappresenta un momento di rideterminazione delle partecipazioni sociali, e può spesso sfociare nel mutamento della compagine di controllo della società incorporante. Si comprende dunque il principio, fatto proprio dal legislatore, di garantire una forma di adesione dei soci che si affianchi, e dunque rafforzi, la volontà degli amministratori di proseguire con l'operazione (implicitamente concesso nel momento in cui determinano di sottoporre il progetto all'approvazione dell'assemblea).

Nonostante l'apparente volontà di garantire i diritti dei soci ad intervenire ed esprimersi sulla opportunità di completare la fusione, il legislatore non si è tuttavia spinto fino al punto da prevedere, come requisito, una adesione all'unanimità. Coerentemente con le modalità decisionali delle assemblee di soci nelle società per azioni, anche nel contesto dell'operazione straordinaria di fusione la regola applicabile è dunque quella della maggioranza⁸⁰. Oltre a rendere più agevole la fusione in termini pratici, questa regola consente altresì di salvaguardare le competenze gestorie a condurre trattative e a negoziare l'assetto organizzativo che si vuole riflettere nel progetto: difatti, qualora fosse necessaria l'unanimità, il successivo rifiuto da parte di un singolo socio di aderire al progetto come prospettato condurrebbe al rigetto del medesimo

Zanichelli, Bologna, 2004, 473. Cfr. altresì C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 140. Gli A. rilevano che «al progetto di fusione si è assegnata, nella vigente normativa, l'essenziale funzione di prefigurare tutte le modalità e i termini dell'operazione programmata al precipuo fine di preconstituire un'adeguata informazione per una consapevole decisione da parte dei soci e di orientamento per i terzi».

⁷⁹ Cfr. P. BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Giappichelli, Torino, 2008, 192 s.; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 28 ss.; C. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2004, 1515 ss.

⁸⁰ Rileva sul punto G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 2 ss., in part. 16 che «...la soggezione della minoranza dissenziente alla decisione della maggioranza trova la sua ragion d'essere ed il suo limite sulla premessa che l'interesse su cui la deliberazione viene ad incidere sia pur sempre un interesse qualitativamente comune».

senza possibilità di intraprendere strade alternative⁸¹. Queste riflessioni, se si vuole, possono essere riproposte con ancor più enfasi nel contesto delle società quotate, ove la polverizzazione dell'azionariato (di per sé anche qualcosa di auspicabile per garantire un efficiente corso dei titoli) renderebbe una approvazione unanime praticamente irrealizzabile.

Il progetto rappresenta così il documento principe dell'intero *iter* di fusione, visto che su di esso si incentra l'attenzione dei soci al fine di determinare se approvare o meno tale operazione.

La sua redazione rappresenta, tuttavia, una attività eminentemente gestoria⁸², che sostanzialmente è volta a riflettere le intese intercorse tra gli amministratori delle società coinvolte nell'operazione e il loro *business judgment*. Tale aspetto rappresenta qualcosa di ancor più rilevante ed imprescindibile nel contesto di una quotata, posto che la qualità di socio è qui ancor più fluida e mutevole e solo gli amministratori possono garantire un grado di familiarità con la struttura sociale ma, al tempo stesso, di stabilità, per poter adempiere con maggior successo a tale delicata incombenza.

Al fine di fornire delle indicazioni circa un nucleo informativo minimo per consentire ai soci di raggiungere una determinazione, il codice si preoccupa, oltre a stabilire la competenza alla

⁸¹ La coniugazione delle competenze tra organo amministrativo e soci può essere resa ancora più flessibile con modalità che tuttavia affievolirebbero uno dei due contrapposti interessi. Nota M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 110, la possibilità di deferire agli amministratori la delibera di fusione con apposita clausola statutaria qualora tuttavia questa non incida in misura determinante sugli assetti proprietari dei soci. Tale risultato potrà conseguirsi mediante l'attivazione delle omodalità di approvazione semplificata *sub art.* 2505 c.c. e 2505-bis c.c., nel caso in cui l'incorporante possenga una partecipazione totalitaria o "quasi totalitaria" della società incorporata. Al riguardo, il summenzionato A. evidenzia altresì come paia quasi inevitabile che «l'iniziativa dell'organo di gestione degradi a semplice proposta, che deve incontrare il gradimento e l'adesione delle maggioranze, assembleari ed extra-assembleari, dei soci delle diverse società interessate».

⁸² Per una configurazione in termini gestionali dell'attività di redazione del progetto in seguito alla riforma del 1991, vedi A. VICARI, *Progetto di fusione e approvazione dell'assemblea dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 408 ss.; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 28; G.G. MOGLIA, R. RISTUCCIA, *La fusione di società con azioni quotate in borsa. Aspetti giuridici*, in *Quaderni di Finanza Consob*, 7, Istituto Poligrafico dello Stato, Roma, 1993, 63 ss.; V. AFFERNI, *La fusione di società: dal codice di commercio al recepimento della terza direttiva comunitaria*, in *AA. VV.*, *Studi in onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, 1337 ss.; A. PICCIAU, *Osservazioni alle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. it.*, 1991, 496 ss. Cfr. anche F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 97.

predisposizione del documento, di stabilire un elenco di aspetti che devono puntualmente risultare dal progetto, incidendo dunque direttamente sul *contenuto*⁸³.

Questi aspetti devono ritenersi tassativi, e pertanto dovranno risultare in ogni caso dal documento che si sottopone all'attenzione dell'assemblea. L'essenzialità di tale "contenuto minimo"⁸⁴ comporta l'impossibilità di coprire questi aspetti mediante il rimando diretto ed indiretto ad altri documenti, anche qualora questi siano stati separatamente messi a disposizione dei soci (si pensi ad esempio, nel contesto della fusione all'ultimo bilancio di esercizio)⁸⁵.

⁸³ In particolare, l'art. 2501-ter c.c. richiede che, in ogni caso, dal progetto debbano risultare: 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili; 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; e 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione. Quanto appena indicato costituisce il contenuto "minimo" del progetto di fusione, che deve "in ogni caso risultare" (come specificato dall'art. 2501-ter c.c.). Come correttamente osservato da G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013, 231 e, specificatamente, nota 60, la norma in parola deve essere interpretata nel senso che sono da inserire nel progetto tutti quegli elementi per i quali ricorrono, nel singolo caso concreto, i rispettivi presupposti di fatto. Dunque, se ad esempio le società coinvolte nella fusione non hanno emesso categorie di azioni speciali, potrà farsi a meno di prevedere tale elemento nel progetto, nonostante sia contenuto nell'elenco messo a disposizione dal codice. Non vi sono inoltre preclusioni al fatto che il progetto includa un contenuto ulteriore rispetto a quello previsto come essenziale dal legislatore. Al contrario, rileva L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giuffrè, Milano, 2019, 14, che «poiché la sua funzione è consentire la comprensione della fisionomia sostanziale dell'operazione, è necessario che contenga anche ogni informazione aggiuntiva utile al maggior raggiungimento di tale scopo». Dopotutto, secondo la Relazione Ministeriale allo Schema di decreto Legislativo di Attuazione della Terza Direttiva del 9 Ottobre 1978 e Della Sesta Direttiva del 17 Ottobre 1982, in *Riv. soc.*, 1989, 857, scopo della norma è delinare «il contenuto necessario o minimo: non è cioè esclusa la facoltà degli amministratori di inserire nel progetto dati e informazioni ulteriori rispetto a quelli specificatamente prescritti». In dottrina, la tesi è sostenuta anche da G.A. RESCIO, *La fusione e scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba, M. Marasà, Cedam, Padova, 2015, 170 e da C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 143.

⁸⁴ Tassatività sostenuta anche da A. VICARI, *Progetto di fusione e approvazione della assemblea dei soci*, in *Riv. dir. civ.*, 1995, I, 391 ss.; G. FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Giuffrè, Milano, 1998, 86.

⁸⁵ In tal senso C. CLERICI, sub art. 2501-ter, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 539. Si noti inoltre che, qualora ricorrano i presupposti per qualificare la fusione proposta all'interno della cornice normativa dell'art. 2501-bis c.c. (dedicato al cd. *leveraged buy-out*), il contenuto del progetto dovrà

Vi sono poi una serie di informazioni che, seppur non esplicitamente indicate come “necessarie” nel codice, nondimeno si reputa opportuno includere nel progetto per consentire allo stesso di illustrare compiutamente i caratteri essenziali dell’operazione proposta (si pensi in merito alla eventuale apposizione di termini o condizioni per la realizzazione della fusione, oppure l’indicazione di specifici adattamenti alla struttura di *governance*, che divengono operativi solamente in determinate circostanze di fatto)⁸⁶.

In ultima analisi, è la trasparenza, sia nel caso del contenuto “necessario”, sia nel caso del contenuto “opportuno”, a rappresentare sempre un principio fondamentale caratterizzante il progetto di fusione, sia per quanto concerne il contenuto dello stesso sia anche in relazione alle modalità con le quali le informazioni ivi contenute debbano essere presentate⁸⁷.

essere ulteriormente arricchito con l’indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione. Più diffusamente, v. G. SALATINO, *Le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 363 ss. e M. BINI, *La (cattiva) prassi nella stima dei rapporti di concambio nelle fusioni a seguito di acquisizioni con indebitamento (art. 2501 bis c.c.)*, in *Società*, 2017, 584 ss. e, con riguardo anche profili attinenti la tutela dei creditori, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L’art. 2501-bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Giuffrè, Milano, 2007. Cfr. altresì, per una ampia disamina relativa a profili attinenti al bilancio d’esercizio, cfr. M. DI SARLI, *La continuità dei bilanci*, Egea, Milano, 2018.

⁸⁶ Sul punto, C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 540. A titolo di esempio, si pensi al recente caso della fusione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A. (parte del più ampio piano di espansione strategica di Nexi S.p.A., che include anche la fusione transfrontaliera con il gruppo Nets). Il relativo progetto di fusione prevede infatti che a Cassa Depositi e Prestiti, in qualità di azionista di SIA S.p.A., sia riconosciuto il diritto di richiedere al consiglio di amministrazione di SIA S.p.A. di convocare un’assemblea dei soci di SIA per deliberare in merito ad un aumento di capitale, da eseguire esclusivamente in denaro, volto a mitigare l’effetto diluitivo della fusione di Nexi S.p.A. con il gruppo Nets sulla partecipazione degli attuali soci di SIA in Nexi, a servizio del quale verranno dunque emesse un numero di nuove azioni SIA. L’eventuale esercizio di tale prerogativa da parte di CDP muterebbe l’assetto delle partecipazioni sociali in Nexi e, dunque, consiste come un corollario al rapporto di cambio delle azioni SIA in azioni Nexi che i soci di entrambe le società saranno interessati a conoscere per svolgere le proprie valutazioni. V. tuttavia C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 143, secondo il quale non potrebbero essere incluse nel progetto clausole ulteriori rispetto a quelle elencate all’art. 2501-ter c.c. poiché estranee al procedimento di fusione. In argomento, ed in particolare per una analisi degli aumenti di capitale a pagamento nelle società quotate e problematiche connesse, v. M. NOTARI, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, Relazione presentata al Convegno “Le operazioni sul capitale sociale organizzato dalla Fondazione Italiana per il Notariato”, tenutosi a Milano il 29 marzo 2008. Sulle fusioni transfrontaliere in generale cfr. invece M. SAGLIOCCA, *Appunti in tema di fusione transfrontaliera: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutele dei creditori sociali*, in *Riv. soc.*, 2019, 1074 ss.

⁸⁷ Si veda in merito F. SCARDULLA, *La trasformazione, la fusione e la scissione di società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, Giuffrè, Milano,

Al riguardo, per quanto concerne i contenuti aggiuntivi, sulla base della prassi sviluppatasi, la dottrina ha opportunamente sottolineato come il progetto debba anzitutto indicare i protagonisti della vicenda (ovvero le società coinvolte)⁸⁸, per poi delineare lo «lo schema organizzativo della società che sopravvive ovvero ha origine in esito alla fusione», quindi «le fondamentali regole di assegnazione delle partecipazioni» e da ultimo «il momento di decorrenza degli effetti della fusione»⁸⁹. Come accennato, tali ultimi due elementi sono anzitutto il frutto di serrate trattative condotte dai rispettivi amministratori delle società partecipanti alla fusione.

Questo vale così quale ulteriore indice del fatto che agli amministratori è riservato un vero e proprio potere discrezionale pienamente ricompreso nelle loro prerogative gestorie, ed in particolare quello di decidere *in primis* di avviare le trattative, di discutere e concordare in linea

2000, 346 s., il quale sottolinea che il progetto di fusione abbia soprattutto la finalità di «superare gli eventuali conflitti d'interesse delle singole società che si prospettano con la fusione, che si sono manifestati nei precedenti incontri tra gli amministratori». In argomento cfr. altresì C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 279, che, sebbene non qualifichi il progetto di fusione quale documento contrattuale, condivide il fatto di come il medesimo sia preordinato al contemperamento di interessi contrapposti, pertanto comportando il sacrificio di singole aspettative e la loro compensazione con i futuri risultati positivi che ci si attende vengano prodotti dalla fusione. In giurisprudenza, v. App. Milano, 18 gennaio 2002, in *Giur. It.*, 2002, 790 ss., in part. 794, ove si rileva che «in relazione al rapporto di cambio non è peraltro configurabile nei confronti delle società deliberanti un conflitto di interesse rilevante ai sensi degli artt. 2372 e 1394 c.c., ed in particolare non può ritenersi che la società incorporante sia titolare di un interesse extrasociale rispetto a quello dell'incorporata cui partecipa; l'operazione societaria di fusione può essere semmai dettata da un interesse della maggioranza dei soci, perchè la determinazione del rapporto di cambio serve alla redistribuzione delle partecipazioni sociali all'interno del nuovo e più ampio gruppo dei soci che si crea con la fusione, in quanto ridetermina la misura a ciascuno spettante secondo la proporzione delle quote di partecipazione individuali e dei patrimoni delle società che partecipano alla fusione; essa quindi riguarda esclusivamente i rapporti personali tra i soci ed è indifferente alla società». Sul punto, cfr. anche App. Genova, 23 ottobre 1990, in *Società*, 1991, 200 ss., con nota di C. Santagata.

⁸⁸ Cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 147, per il quale «l'indicazione soggettiva delle società partecipanti alla fusione si traduce in una connotazione essenziale anche sul piano oggettivo: si che le società indicate nel progetto sono, per tal profilo, ciascuna infungibile ed indispensabile ai fini della realizzazione di quella programmata operazione di ristrutturazione».

⁸⁹ Cfr. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 112. V. anche C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 538, e C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 140, che sottolinea l'essenzialità di tali informazioni al fine della corretta comprensione, da parte dei soci, della esatta portata della prospettata operazione.

di massima con la rispettiva controparte i termini dell'operazione, nonché di determinare quando ricorrere all'approvazione assembleare⁹⁰.

Alla luce di quanto precede, e dell'assoluta opportunità di tale impostazione specialmente ove una società quotata sia coinvolta, riemerge, con rinnovata insistenza, l'interrogativo circa il reale "potere" riservato ai soci in tale contesto.

Seppur collocato in un ambito non iniziale dell'*iter* di approvazione della fusione, ciò non significa affatto che l'intervento dei soci sia trascurabile. Difatti, proprio per essi sono stati pensati una serie di momenti rilevanti, come l'informativa nella fase predeliberativa, che assume una importanza centrale specialmente per le società quotate. Le prerogative dell'organo amministrativo, lungi dunque dal rappresentare una celebrazione della centralità dell'organo gestorio in quanto tale, rappresentano un "attributo necessario" di potere, onde raggiungere il fine ultimo, ossia la compiuta informazione dei soci (e, nelle quotate, anche del mercato). In argomento, la dottrina ha sottolineato come il "pacchetto informativo" contenuto nel progetto rappresenti essenzialmente una "proposta" ai soci, conseguentemente ponendo le basi per il momento decisionale loro demandato⁹¹.

Al di là dell'importanza che una completa e corretta informazione riveste nel contesto del momento decisionale del socio e del mercato rispetto ad una operazione di fusione (le reazioni ai vari annunci relativi alla fusione costituiscono infatti una chiara opportunità per il mercato di esprimere il proprio apprezzamento o bocciatura per l'operazione), non si deve neppure tralasciare che, nonostante la regola della deliberazione a maggioranza, un eventuale voto contrario alla delibera di approvazione del progetto determina un automatico blocco dell'*iter*

⁹⁰ Trattative che si incentrano in egual misura sugli aspetti economici dell'operazione nonché sull'assetto giuridico della società risultante dalla fusione. Sul punto, si veda P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 28 ss. Cfr. altresì altra parte di dottrina, che interpreta questo ruolo principale demandato al CdA come un sintomo della residualità del ruolo dei soci, demandati ad una approvazione formale di decisioni prese in altra sede: A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 26; A. PICCIAU, *Osservazioni alle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. it.*, 1991, 512 ss. Sulle fasi precedenti la redazione del progetto di fusione, e, in particolare, le trattative aventi ad oggetto il contenuto dello stesso, si vedano A. D'ANIELLO, *Le operazioni di fusione: fasi preparatorie e accordo di fusione*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, diretto da M. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 711 ss.; G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione, profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013.

⁹¹ C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 140. Cfr. altresì, nella dottrina successiva alla riforma del 1991, F. LAURINI, *Funzione informativa del progetto di fusione (Nota a Trib. di Udine, 26 marzo 1992)*, in *Società*, 1992, 1104 ss. In questa sede l'A. peraltro precisa che il deposito del progetto di fusione non ha semplicemente la funzione di informare i soci, ma anche quella di rendere edotti i terzi.

procedimentale, impendendo così il completamento dell'operazione straordinaria. La circostanza che tale diniego venga registrato solamente in una delle società coinvolta può, al riguardo, servire a poco nel mutare la situazione a favore dei promotori della fusione, poiché si ha necessità che la maggioranza dei soci in tutte le società coinvolte approvi il progetto loro sottoposto.

Le conseguenze di un eventuale impasse di questo tipo si potrebbero rilevare assai gravose per la società, sia da un punto di vista economico sia temporale: il progetto dovrà infatti essere nuovamente deliberato in sede consiliare e pubblicato, per poi essere sottoposto ancora al vaglio dell'assemblea⁹².

Un ulteriore indice di influenza dei soci nella approvazione del progetto di fusione emerge poi dall'art. 2502, comma 2, c.c.: la norma disegna un potere correttivo dei soci relativo ai contenuti del progetto di fusione, in particolare con riguardo a quelle variazioni che non incidano su interessi dei soci stessi e di terzi estranei alla operazione. Si tratta di un potere volto a ribilanciare le prerogative gestorie anzidette, restituendo un livello di centralità e di partecipazione (non solo mediante voto, ma anche mediante apporto propositivo) al socio. La norma disciplina tuttavia con notevole grado di dettaglio le tipologie di variazione che i soci avranno la possibilità di approvare. Nessuna di queste rappresenta una vera e propria invasione rispetto alle prerogative di discrezionalità gestoria dell'organo amministrativo, costituendo tutt'al più dei limiti alle potenziali conseguenze negative di un eccessivo squilibrio di potere.

Laddove tuttavia i soci non possano introdurre le variazioni ammesse dalla norma anzidetta, essi non potranno far altro che accettare o rigettare in blocco il progetto proposto dall'organo amministrativo⁹³. La sottoposizione al vaglio assembleare di un progetto che contenga

⁹² In una tale circostanza, pertanto, gli amministratori delle società coinvolte dovrebbero rivedere i termini dell'intero progetto e introdurre le varianti ritenute necessarie da parte dell'assemblea che non ha provveduto all'approvazione. Tale impostazione, pur risultando sicuramente preferibile, sembrerebbe tuttavia limitare la discrezionalità dell'organo amministrativo nel determinare in autonomia, in conformità con le proprie prerogative gestorie, le modalità con le quali ritenga debba svolgersi la fusione.

⁹³ Una soluzione opposta sembrerebbe aversi laddove il progetto sia redatto così da prevedere molteplici soluzioni tra loro alternative. In tal caso, si ritiene che l'organo amministrativo abbia liberamente deciso di lasciare alla deliberazione dei soci la fissazione dei caratteri definitivi della fusione. In tal senso M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 114 ss. V. anche M. MUSCARIELLO, S. SANTANGELO, *Delibere sociali in pendenza di fusione: ammissibilità e incidenza sul procedimento*, in *Consiglio Nazionale del Notariato - Studi e materiali*, 2009, n. 2, 550 ss. In senso conforme cfr. altresì A. VICARI, *Commento sub art. 2501-ter c.c.*, in *Le società per*

molteplici soluzioni alternative, in un'ottica di flessibilità, può comunque risultare idonea a soddisfare le esigenze informative dei soci⁹⁴. Dall'altro lato, la circostanza che i soci possano essere spinti ad approvare in blocco i contenuti di un progetto predisposto in modo tale da poter essere solamente accettato o rigettato "in toto", potrebbe indurre gli amministratori a preparare clausole analitiche ed esaustive (così da sottoporre ai soci un documento che sia in grado di determinare in autonomia il completamento della fusione e i passaggi ad essa conseguenti).

Piace qui ricordare come, oltre a rappresentare un elemento embrionale dell'informativa ai soci, il progetto sia al tempo stesso elemento finale e di "sbocco" di una complessa fase di trattative, caratterizzate dalla strategia imprenditoriale che ciascun organo amministrativo delle società partecipanti ha fatto propria e perseguito per giungere infine ad una *road map* di integrazione condivisa⁹⁵.

Nella prassi, solitamente tutte le società partecipanti alla fusione approvano il progetto mediante deliberazione sullo stesso documento, che dunque avrà identico contenuto. Ciò tuttavia non significa che sia preclusa la possibilità di addivenire alla fusione mediante approvazione di un progetto di fusione che abbia contenuto parzialmente diverso, a seconda della singola società che lo approva nel caso concreto (richiedendo la legge solo la presenza condivisa di determinati elementi essenziali)⁹⁶. Ad ogni modo, anche in una tale circostanza i

azioni. Codice civile e norme complementari, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3299.

⁹⁴ C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 144 ss. In giurisprudenza, si v. in senso conforme TAR Lazio, 21 giugno 2005, n. 5157, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 124 ss., con nota di R. Santagata.

⁹⁵ Sul processo di integrazione *post*-fusione cfr. R. MONTI, *Post-merger integration*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 535 ss.

⁹⁶ Ad esempio, gli amministratori potranno ritenere necessario inserire nel progetto uno specifico paragrafo che esponga più nel dettaglio di quanto faccia il documento "standard" approvato dalle altre società coinvolte quelle che siano le specifiche conseguenze per i soci e i terzi creditori derivanti dall'approvazione dell'operazione. In linea teorica, è anche possibile approvare progetti di fusione marcatamente diversi tra loro, purché ne sia assicurata l'identità sostanziale. Tale ultima ipotesi è tuttavia largamente sconsigliata dalla dottrina, stante la difficoltà nello svolgere tale verifica di idoneità (e le potenziali conseguenze dilatorie che ne potrebbero derivare): v. in argomento G. FERRI JR., G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 4, Giappichelli, Torino, 2007, 255, per i quali il progetto può sì contenere illustrazioni di contenuto differente per ciascuna società partecipante, purché si resti ovviamente "nel limite della reciproca compatibilità". Cfr. anche G.A. RESCIO, *La fusione e scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba, M. Marasà, Cedam, Padova, 2015, 165, nota 17. In senso contrario,

singoli documenti dovranno essere contraddistinti da caratteristiche di conformità e coerenza, e riguardare i caratteri essenziali della medesima operazione di fusione. Al fine di evitare potenziali discrasie e consentire una informativa al mercato e ai soci più fluida, si ritiene che il progetto approvato dalle varie società coinvolte debba possibilmente avere identico contenuto (anche oltre i soli elementi essenziali), e risultare in un documento anche graficamente simile, se non per quelle sezioni che inevitabilmente devono essere differenziate per ciascuna società coinvolta.

4.1.2. I contenuti del progetto di fusione.

Si intende ora dedicare maggiore attenzione ai profili critici relativi al progetto di fusione, momento che costituisce un inevitabile punto di partenza rappresentato dal contenuto del medesimo. Per quanto concerne il contenuto che caratterizza il progetto di fusione in quanto tale infatti, primaria importanza è dedicata all'individuazione delle società coinvolte dall'operazione di fusione, che rappresenta altresì il perimetro all'interno del quale tale operazione straordinaria andrà a spiegare i propri effetti. Tale circostanza è ancora più vera nel contesto di una fusione che coinvolga una società quotata: oltre alla risonanza mediatica dell'evento, la conoscenza di quelle che siano le società coinvolte consente ai terzi di valutare l'operazione, determinando ad esempio se ridurre o rafforzare le proprie relazioni di credito, di fornitura, o di clientela con tali enti (potrebbe infatti accadere che parte dei gruppi societari delle società coinvolte non partecipino alla fusione e che alcune *excluded subsidiaries* possa inoltre risultare emittente strumenti di debito cui sono legati determinati *covenants* potenzialmente dannosi per la *combined entity*). Inoltre, la trasparenza in merito alle società coinvolte consente di individuare l'insieme di creditori legittimati all'esercizio del proprio diritto di opposizione ai sensi dell'art. 2503 c.c. (*i.e.*, i creditori che abbiano conseguito il proprio anteriormente all'iscrizione del progetto nel registro delle imprese della società cui il credito afferisce)⁹⁷.

e dunque dell'avviso che il progetto debba consistere in un unico e solo documento, v. G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione. Profili negoziali e procedimentali*, Giuffrè, Milano, 2013, 210 s.

⁹⁷ In argomento, v. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 117 ss. Osserva C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 538, che la pubblicità del progetto di fusione segna il «*discrimen* tra i creditori che possono fare opposizione e quelli che, essendo posti nella

Dal progetto deve altresì risultare l'atto costitutivo della società risultante dalla fusione, quale allegato che verrà poi depositato presso il registro delle imprese unitamente al progetto stesso⁹⁸. Si noti inoltre che la modifica dello statuto in sede di approvazione della fusione è solamente eventuale, poiché la disciplina in materia prevede la sopravvivenza e dunque la applicabilità dello statuto della società incorporante, una volta che vi sia data nuovamente pubblicità a seguito dell'approvazione assembleare.

Quanto precede si verifica non solo quando la fusione veda coinvolta una società posseduta interamente o quasi, ma altresì laddove non sia necessario identificare un rapporto di cambio e dunque assegnare partecipazioni della società incorporante ai soci della società incorporata, con conseguente aumento di capitale a servizio da parte della società incorporante. Al riguardo, è interessante evidenziare come, nel medesimo articolo, il codice ribadisca anche la necessità che il progetto di fusione rechi menzione delle «eventuali modificazioni derivanti dalla fusione»⁹⁹. L'implementazione di modifiche agli assetti societari derivanti dalla fusione è particolarmente comune, soprattutto nel contesto delle società quotate.

Al riguardo, si distingue tra l'ipotesi in cui il riferimento alle modifiche sia relativo a modifiche rispondenti ad un disegno unitario (come delineato nel progetto), oppure a modifiche non riconducibili a tale disegno di aggregazione societaria delle società coinvolte nella fusione

condizione di conoscere attraverso il registro delle imprese l'esistenza di una deliberanda fusione, sono in grado di decidere in modo consapevole se concedere o meno credito alla società». Sul punto, cfr. G. MUCCIARRONE, *L'opposizione alla fusione di società: interesse sociale, ragione dei creditori, sana e prudente gestione della banca*, Milano, 2014; M. EREDE, *L'opposizione dei creditori*, in *Trasformazione, Fusione, Scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 397 ss.

⁹⁸ Cfr. l'art. 2436 c.c., il quale già richiede, in relazione alle società di capitali, il deposito dello statuto in occasione delle sue successive modifiche, in via contestuale rispetto alla iscrizione della relativa delibera. Includere nel progetto di fusione l'atto costitutivo (unitamente allo statuto) della società risultante dalla fusione serve in particolare a fare chiarezza in merito alle norme che governeranno il funzionamento della società a seguito del completamento della fusione. Al riguardo, la dottrina maggioritaria ritiene che sarà sufficiente che nel progetto di fusione vengano incluse solamente le informazioni relative allo «statuto in senso sostanziale» della società, dunque i soli elementi dell'atto costitutivo suscettibili di modifica in sede di assemblea straordinaria (prescindendosi dunque dall'indicazione di elementi quali, ad esempio, le spese di costituzione e i nominativi dei primi componenti dell'organo gestorio e dei soci). Sul punto: G. SCOGNAMIGLIO, *Fusione e scissione di società. Lo schema di legge di attuazione delle direttive CEE*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 111; G.A. RESCIO, *La fusione e scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibbà, M. Marasà, Cedam, Padova, 2015, 171 ss.

⁹⁹ Tale formulazione si ispira al tenore testuale della Direttiva 9 ottobre 1978, n. 78/855 CEE, che si riferisce a «variazioni rese necessarie dall'operazione straordinaria». Per modifiche statutarie ulteriori occorse durante il procedimento di fusione, ma non da esso derivate, v. G. FERRI JR., *In tema di adozione di modificazioni statutarie durante il procedimento di fusione*, in *Notariato*, 2000, n. 3, I, 639 ss.

(dunque da essa indipendenti). Queste ultime modifiche dovranno, in sintesi, essere riscontrabili nel contenuto del progetto sottoposto al vaglio assembleare (ciò, preme qui ribadirlo ancora, anche se tale modifica possa di per sé essere adottata indipendentemente dalla fusione). gli amministratori dovranno dunque, a seconda delle modifiche ritenute necessarie per riflettere gli effetti della fusione, riferirsi sia ad eventi modificativi di valenza oggettiva (come, ad esempio, la necessità di addivenire ad un aumento di capitale a servizio del rapporto di cambio), nonché ad ogni ulteriore elemento che si aggiunga quale fattore aggiuntivo di modifica degli assetti, ad esempio, di *governance*, organizzativi, o patrimoniali delle società coinvolte (si pensi all'adozione di un differente modello amministrativo, al trasferimento della sede sociale, al mutamento della compagine e della struttura dei comitati endoconsiliari in seno al CdA; quest'ultimo cambio è particolarmente delicato nel contesto di una fusione di quotate. Nonostante infatti l'assenza di una specifica disciplina al riguardo, spesso a valle della fusione la società incorporante provvede alla nomina di un nuovo consiglio di amministrazione, che rifletta la mutata compagine sociale. Questo "rimpasto" si pone principalmente nell'ottica di attribuire una presenza, a volte anche rilevante, ad amministratori espressione dei soci di riferimento della incorporata). Rispetto alle anzidette considerazioni, preme qui evidenziare che, in aggiunta all'obbligo informativo in sé considerato, può ritenersi buona prassi che gli amministratori distinguano all'interno sia del progetto sia della relazione, quelle che sono le modifiche agli assetti societari di carattere eventuale o opportuno, dunque legate alle circostanze della particolare operazione sottoposta al vaglio dei soci. Ciò, oltre ad accrescere il grado di chiarezza del documento, può anche consentire una più agevole analisi di tali dati da parte dei destinatari.

Proseguendo nella disamina, già si è avuto modo di accennare al fatto che un importante elemento da indicare nel progetto di fusione è rappresentato dal rapporto di cambio delle azioni, unitamente all'eventuale conguaglio in denaro. Ad entrambi tali profili sarà ora dedicata maggiore attenzione nei sotto paragrafi che seguiranno.

Come si è avuto modo di enunciare, il rapporto di cambio altro non è se non la misura matematica in base alla quale viene determinata la misura finale di partecipazione di tutti i soci delle società coinvolte nella fusione nella società incorporante (o risultante dalla fusione, qualora non si abbia fusione per incorporazione)¹⁰⁰. Esso pertanto si pone l'obiettivo di

¹⁰⁰ Ritiene sufficiente la menzione del semplice valore numerico (senza dunque un riferimento anche alla relativa formula di determinazione) L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi

esprimere in termini numerici il rapporto tra il valore che viene attribuito alle partecipazioni dei soci di ogni società coinvolta nella fusione (che formerà oggetto di scambio) alle azioni delle medesime società. Più precisamente, andando dunque a misurare il grado con cui la fusione inciderà sulle posizioni e i relativi interessi economici dei soci, esprimendo in ultima analisi i termini economici dell'operazione¹⁰¹. Il rapporto di cambio rappresenta dunque il primo elemento che un socio di quotata e un potenziale investitore *bona fide*, un analista di agenzia di *rating* e un socio vorranno verificare.

Alla luce della sua cruciale importanza, il rapporto di cambio (sempre, ma in particolare nel caso di quotata) dovrà essere pertanto individuato sulla base di tecniche e metodologie di valutazione aziendali, nell'ottica di determinare il valore complessivo apportato da ciascuna

Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 18. V. anche la definizione offerta da S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 589, per il quale il rapporto di cambio rappresenta è «espressione numerica del rapporto tra il valore attribuito all'investimento dei soci di ciascuna delle società partecipanti, che forma oggetto di scambio, rapportata alle azioni o quote delle società partecipanti».

¹⁰¹ Cfr. S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 581. Il rapporto di cambio dovrà inoltre tenere conto, nella sua determinazione, anche della incidenza di quelle azioni che non danno luogo a concambio, quali ad esempio le azioni proprie detenute dalle partecipanti, e le eventuali partecipazioni incrociate detenute da alcune società partecipanti in altre. In argomento e, più in generale, sui profili relativi al rapporto di cambio, v. M. CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici, tributari*, Giuffrè, Milano, 1996, 220; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 93; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 134; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 323. Più specificatamente con riguardo alle azioni proprie nel contesto della fusione, v. altresì M. NOTARI, *Relazione introduttiva in tema di azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Giuffrè, Milano, 2008, 305 ss.; L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Milano, 2010. Si noti tuttavia che, per parte della dottrina, le azioni proprie, oltre ad essere sottratte dal numero complessivo di azioni soggette al concambio con azioni ella società risultante dalla fusione, non possano neppure essere prese in considerazione al fine di addivenire alla valutazione economica della relativa società, da porre poi quale base del rapporto di cambio stesso (in sintesi, secondo questa tesi le azioni proprie sarebbero prive anche di valore contabile): in questi termini A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 150, ove si afferma che «delle azioni o quote dell'art. 2504-ter c.c. (cioè del loro valore di scambio) non può in nessun caso esser tenuto conto nella determinazione del rapporto di cambio, salvo che se ne preveda l'alienazione prima della fusione». In senso conforme cfr. altresì G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, 207; E. CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione delle società*, Giuffrè, Milano, 1992, 93; G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, 207 ss.

società al patrimonio totale della società risultante dalla fusione¹⁰². La misura è dunque determinata in base ad un indice (con una o più variabili, a seconda delle circostanze del caso) che è funzione delle partecipazioni detenute dai soci delle società destinate ad essere assorbite. Rappresenta, oltre che il principale elemento di valutazione per il socio chiamato ad esprimersi in merito all'approvazione del progetto, anche il punto di arrivo nonché quello di partenza dell'intera mole informativa messa a sua disposizione: tutto ciò è preordinato affinché tale socio possa, in base al rapporto di cambio, egli stesso determinare la potenziale misura della propria partecipazione nella *combined entity* a valle del completamento fusione, verificare il valore complessivo attribuito alle società coinvolte, e comprendere la convenienza economica dell'operazione per i propri interessi (che, a seconda della tipologia di socio o di *market operator*, possono variare anche significativamente: a titolo esemplificativo, si rammenti che fondi cd. *hedge* sono contraddistinti da un elevato *risk appetite*, con scarsa propensione a detenere titoli azionari per lunghi lassi temporali; di converso, i fondi di *private equity* accettano il rischio derivante da una partecipazione temporalmente più estesa, corredata tuttavia da un ruolo più attivo e diretto nel *management* delle partecipate)¹⁰³.

¹⁰² Cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 336, per il quale «[la] necessità della ricerca del valore reale / valore di mercato delle società coinvolte fa sì che il rapporto di cambio non possa essere calcolato esclusivamente confrontando le situazioni patrimoniali, redatto applicando i criteri prudenziali previsti dal codice civile per la redazione del bilancio, ma, certamente, esse rappresentano il documento di partenza per svolgere le rettifiche di valore, ad esempio dei beni lì valorizzati al costo storico». Per un'approfondita analisi e categorizzazione dei differenti modelli di valutazione adoperati nel contesto della determinazione del rapporto di cambio v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 224 ss; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 341 ss. Si veda tuttavia L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998, 369 ss. L'A. rileva al riguardo come proprio «la finalità dell'operazione [...] fa sì che l'obiettivo perseguito - nell'esprimere i valori di capitale economico o comunque il valore economico - non sia tanto il livello assoluto delle stime, quanto la raffrontabilità dei dati ottenuti». In tal senso, «date due società A e B è indifferente che esse siano valutate rispettivamente 100 e 200, oppure 125 e 250, poichè in ogni caso il rapporto di valore tra le loro azioni è il medesimo». V. anche M. GAREGNANI, *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*, Milano, 2006, 4 ss.

¹⁰³ Osserva L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 37, che dunque il rapporto di cambio riveste due peculiari funzioni: la prima, di natura economica, volta a determinare il coefficiente numerico che consenta poi di calcolare le partecipazioni sociali all'entità risultante dalla fusione; e la seconda, di natura amministrativa, volta a determinare i rapporti di forza tra soci in sede assembleare. In argomento, cfr. anche M. CAVANNA, *La fusione*, in *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2011, 436 (che

La determinazione del rapporto di cambio avviene solitamente sulla base di una serie di parametri e di valutazioni di carattere prettamente finanziario e contabile: oltre alle prospettive reddituali e di avviamento delle società coinvolte, grande attenzione è dedicata anche ai patrimoni e al conseguente valore delle partecipazioni di tali società, una volta unite in un'unica entità, nonché al *business plan* della società incorporante e alle eventuali potenzialità sinergiche; un forte *team* dirigenziale, assistito da un CdA con consolidata esperienza nel settore e nella gestione di operazioni straordinarie di rilievo, sicuramente rappresenta un ulteriore elemento di considerazione (cui inoltre, se la fusione richiede la predisposizione di un documento di esenzione ai sensi della disciplina comunitaria, è solitamente dedicato ampio spazio nella parte demandata alla descrizione delle *strength* della *combined entity*).

Nonostante possa sembrare scontato è invece importante ribadire che, nel determinare il rapporto di cambio, devono inoltre essere adoperati i medesimi criteri valutativi per ciascuna società coinvolta, così da garantire una analisi omogenea su cui fondare l'individuazione finale dell'indice stesso (nonostante, a seconda delle operazioni in concreto prospettate, ciò non sempre possa essere possibile)¹⁰⁴. Si noti al riguardo che, nonostante non espressamente stabilito dalla legge, il rapporto di cambio trova un limite intrinseco nella necessità di essere

ritiene tale funzione “amministrativa” più rilevante della funzione “economica”) e A. BERTOLOTTI, *Fusione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, Giappichelli, Torino, 2010, 477.

¹⁰⁴ Ovviamente, può accadere che ciò non sia sempre possibile in virtù di peculiarità attinenti la situazione specifica di alcune determinate società partecipanti alla fusione. In tali casi, la dottrina ammette che gli amministratori possano adoperare criteri non omogenei per le varie società coinvolte, purchè tale scelta sia opportunamente illustrata e motivata nella relazione accompagnatrice. L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 39. In argomento v. anche P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 36, il quale sottolinea che sarebbe peraltro doveroso utilizzare criteri differenti e non omogenei laddove tale disparità di valutazione sia giustificata da situazioni fattuali. Si pensi ad esempio al caso in cui una società quotata, con una presenza consolidata sul mercato, si accinga a fondersi con una società che si potrebbe qualificare come “*start-up*”, quindi caratterizzata da una minore *trading history*. Se nel caso di valutazione della quotata potrà farsi ricorso a metodologie quali la *public comparable analysis* con altri *competitors* che svolgano la medesima attività nel settore e siano quotati, ovvero una metodologia fondata sul *discounted cash flow* (incrementato così da tenere conto delle potenziali sinergie derivanti dall'operazione), ciò non sarà possibile in egual misura per la valutazione attinente alla *start-up*. La valutazione di quest'ultima ha difatti carattere prospettico più che storico: per giungere ad una compiuta valutazione verranno dunque adoperate metodologie differenti, quali, sempre a titolo esemplificativo, una determinazione del valore *standalone* in base agli *asset* detenuti, o più probabilmente alla *pipeline* di proprietà intellettuale in corso di sviluppo, ovvero una *acquisition comparable analysis*, che sarà invece fondata sulla indagine di operazioni simili nel settore, così da fissare il valore su un livello compatibile con quello attribuito ad altre *start-up* in un simile momento della propria storia imprenditoriale.

“congruo”¹⁰⁵. Diverse dalle metodologie di calcolo del rapporto di cambio sono quelle di calcolo della *affordability* della prospettata operazione di fusione, adoperate dagli amministratori, soprattutto in società quotate, per determinare durante la trattativa il livello massimo che si è in ipotesi in grado di poter riconoscere sia in termini di valutazione della incorporata, sia di valutazione della società risultante dalla fusione (un esempio in merito è rappresentato dalla *merger consequences analysis*, che si soffermerà sugli impatti per la *financial position* della società incorporante, in termini di accrescimento o diluizione degli *earnings per share pre- e post-operazione*). Lo svolgimento di una *affordability analysis* rappresenta per gli amministratori sia un utile ausilio di assistenza nella determinazione di quello che potrà essere un rapporto di cambio sostenibile sia un importante strumento di difesa qualora venisse argomentato da soci o terzi che la fusione sia stata dannosa per la società in virtù di un rapporto di cambio eccessivamente sbilanciato a sfavore dei *claimants*.

Poiché esso rappresenta un importante momento di esplicazione della discrezionalità gestoria da parte dell'organo amministrativo, parte della dottrina si è posta l'interrogativo se fosse possibile, in base alla disciplina codicistica, delineare una cornice o un insieme di vincoli che possa indirizzare tale potestà decisionale degli amministratori (essendosi già detto in merito alle, scarse, disposizioni in materia di limiti in quanto tali).

In particolare, si rileva come il fatto che il rapporto di cambio venisse menzionato tra gli elementi necessari del progetto di fusione potesse farlo ricadere nell'alveo della discrezionalità

¹⁰⁵ Il limite della congruità (che è ricavato in via interpretativa da un riferimento all'art. 2501-*sexies* c.c., laddove sancisce la congruità quale oggetto principale della relazione dell'esperto) rappresenterebbe così un argine alla altrimenti incontrollata discrezionalità dell'organo amministrativo. Sotto questo profilo, v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 25. L'A. rileva condivisibilmente che non potrà dunque parlarsi di “prezzo” in senso stretto in relazione al rapporto di cambio, posto che il rapporto di cambio appunto non sarebbe di per sé caratterizzato dalla libera negoziazione e determinazione di una qualunque altra operazione di acquisizione, venendo determinato tenendo in dovuta considerazione il successivo giudizio da parte dell'esperto. In senso conforme anche C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 334. Le considerazioni che precedono valgono inoltre in particolar modo per le società quotate, stante l'impossibilità sul piano pratico di rinunciare alla relazione dell'esperto, e la qualificazione del giudizio di congruità come un elemento ancora più imprescindibile per giungere alla conclusione del procedimento di fusione. Cfr. altresì A. GENOVESE, sub *art. 2504-quater*, in *Le società per azioni*, a cura di M. Campobasso, V. Cariello, U. Tombari, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, II, 3366 ss.; B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 ss.; P. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 210 ss.; S. FORTUNATO, *L'evoluzione del diritto contabile in Europa come nuova partizione del sapere giuridico*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 22 ss.

gestoria caratterizzante tale documento. Dall'altro lato, la necessità di sottoporre il rapporto alla valutazione di un esperto terzo ed imparziale ai sensi dell'art. 2506-*sexies* c.c. sembrava comprimere l'ambito di discrezionalità degli amministratori fino a raggiungere una dimensione che consentisse comunque una valutazione di congruità da parte dell'esperto in questione¹⁰⁶.

Rispetto a tale interrogativo, la prevalente dottrina si colloca, condivisibilmente, su posizioni non restrittive¹⁰⁷. In particolare, si è osservato che la summenzionata relazione dell'esperto (su cui comunque si avrà modo di ritornare nei paragrafi che seguiranno), pur rappresentando un importante elemento nel contesto dell'informativa destinata ai soci, non vincola gli amministratori: questi possono liberamente discostarsene, ovviamente adempiendo ad un onere di motivazione (tutt'altro che semplice, posto che gli esperti nominati specialmente nel contesto delle fusioni coinvolgenti quotate rappresentano soggetti dotati di grande esperienza, il cui parere gioca un ruolo centrale per svolte in via indipendente da numerosi investitori istituzionali)¹⁰⁸.

Si è inoltre sostenuto che un sindacato da parte dell'autorità giudiziaria sulla determinazione del rapporto di cambio potrebbe ad ogni modo aversi in situazioni limite, ad esempio laddove la determinazione sia tecnicamente erronea oppure derivi da una discrezionalità degenerata in mero arbitrio¹⁰⁹.

¹⁰⁶ Cfr. sul punto le considerazioni di S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 581. L'A. evidenzia che il "limite" alla discrezionalità gestoria nel determinare il rapporto di cambio, rappresentato dalla congruità, «è peraltro espressione del più generale principio per cui il potere della maggioranza di modificare la posizione relativa dei soci, individualmente considerati, trova un limite indisponibile nell'interesse del socio alla conservazione del valore economico del proprio investimento».

¹⁰⁷ A titolo esemplificativo, F. DI SABATO, *Diritto delle Società*, Giuffrè, Milano, 2003, 463, C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 327; E. CIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione. L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy out*, Ipsoa, Assago, 2003, 44; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 111 ss.; L.M. QUATTROCCHIO, G. SASSI, *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto - Merger Leveraged Buyout and Expert Report*, in *Nuovo Dir. Soc.*, 2016, n. 10, 15 ss.

¹⁰⁸ M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 122.

¹⁰⁹ Poichè condotta sulla base di dati contabili falsi, oppure in quanto indice di un comportamento abusivo e contrario agli applicabili canoni di diligenza e buona fede. Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34 s.; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 134 ss.; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2002, 165 ss. e 207 ss. Nella giurisprudenza, v. Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in cui si stabilisce che gli amministratori potranno

In conclusione, il metro principale di controllo e, se si vuole, di indirizzo degli amministratori nell'esercizio della propria discrezione sarà, ancora, il mercato: il solo rischio di dover adempiere ad un obbligo di motivare scelte rispetto ad eventuali metri di valutazione che si pongano in contraddizione con quelli menzionati dall'esperto, o che risultino comunque non in linea con quanto il mercato si era atteso alla luce della tipologia di *business* delle società coinvolte, rappresenta a parere di chi scrive un deterrente sufficiente affinché le metodologie adottate siano coerenti e improntate a canoni di ragionevolezza.

4.1.3. Il progetto di fusione e le azioni di categoria.

A questo punto del presente lavoro, importa dedicare una breve digressione alle criticità connesse al trattamento delle azioni di categoria nell'ambito della fusione, e specialmente al rapporto di cambio. Nell'ambito della fusione di molte società quotate infatti, un ulteriore elemento di complicazione è comportato dalla presenza di plurime categorie di azioni oltre a quelle ordinarie¹¹⁰. Se infatti il rapporto di cambio deve essere determinato in base alle "partecipazioni" detenute dai soci, queste sono usualmente interpretate come l'insieme di tutte le forme di partecipazione al capitale sociale nell'ambito delle società di capitali¹¹¹. Qualora

determinare il valore economico delle società coinvolte nelle operazioni di fusione (anche al fine di determinare il rapporto di cambio) prescindendo da una valutazione delle azioni espressa nel mercato regolamentato, purchè non si oltrepassi il limite dell'incompletezza e della contraddittorietà del criterio prescelto (entrambi indici di una discrezionalità trasformatasi in puro arbitrio). Ma anche cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, *Delibere sociali in pendenza di fusione: ammissibilità ed incidenza sul procedimento*, Studio 95-2008/I, 8 s., ove si evidenzia che la deteminazione di un rapporto di cambio che risulti non congruo può ripercuotersi con effetti pregiudizievoli innanzitutto per i soci detentori della maggioranza del capitale sociali (ai quali lo studio non ritiene possa attribuirsi un interesse diverso e confliggente rispetto a quello assegnato ai soci nella loro dimensione individuale).

¹¹⁰ Cfr. M. MAUGERI, *Delibera di fusione, categorie di azioni e assemblee speciali*, in *Il diritto delle società oggi. Innovazioni e persistenze. Studi in onore di Giuseppe Zanonone*, diretto da P. Benazzo, M. Cera, S. Patriarca, Utet, Torino, 2011, 541 ss.; M. MUSCARIELLO, S. SANTANGELO, *Delibere sociali in pendenza di fusione: ammissibilità e incidenza sul procedimento*, in *Consiglio Nazionale del Notariato - Studi e materiali*, 2009, n. 2, 550 ss. M. BORIO, *Delibera di fusione. Capitolo Secondo, Sezione Seconda*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, paragrafo 4.3.

¹¹¹ All'apertura del capitale sociale al mercato dei capitali di rischio corrisponde solitamente una maggiore segmentazione della struttura azionaria, per attrarre maggiori categorie di investitori. Nell'ambito delle società personali si rende tuttavia necessario rimodulare tali partecipazioni in virtù della eventuale presenza di un socio d'opera che non abbia capitalizzato il proprio conferimento. Tale analisi esula dal perimetro di

siano presenti più categorie di azioni, si ritiene ad ogni modo che agli azionisti di categoria debba essere garantito un trattamento equivalente a quello goduto dagli stessi anteriormente alla fusione (applicando per analogia quanto stabilito dall'art. 2503-*bis* c.c. in favore dei titolari di obbligazioni convertibili)¹¹².

Il progetto dovrà così contenere una puntuale illustrazione del trattamento che si propone di riservare ai detentori di azioni di categoria, e quali siano le peculiarità delle azioni offerte in concambio. Per garantire esigenze di tutela della parità di trattamento, il rapporto di cambio dovrà inoltre essere determinato da parte degli amministratori tenendo in dovuta considerazione le diverse categorie azionarie, a tal fine fissando distinti rapporti di cambio per ciascuna diversa categoria coinvolta¹¹³.

La summenzionata illustrazione dovrà tuttavia essere svolta in conformità con il grado di dettaglio richiesto sia, nell'ordinamento nazionale, dal Regolamento Emittenti, sia, in ambito sovranazionale, dalla disciplina comunitaria (e, nello specifico per quanto concerne la fusione di società quotate, in conformità con quanto previsto dal Regolamento Delegato (UE) 528/2021).

questo studio, si veda tuttavia al riguardo M.S. SPOLIDORO, *Sul capitale delle società di persone*, in *Riv. soc.* 2001, 811, F. DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Morano, Napoli, 1967, 189.

¹¹² Si veda anche C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 546.; A. BOLOGNESI, *Commento sub art. 2501-ter*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Torino, 2009, 1248 ss.; I. DEMURO, *Forme e progetto di fusione*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 375 ss.

¹¹³ Sottoliea C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 546, l'applicabilità di quanto statuito dall'art. 2503-*bis* c.c. per quanto riguarda i possessori di titoli obbligazionari convertibili ai quali «devono essere assicurati diritti equivalenti a quelli loro spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti sia stata approvata dalla assemblea prevista dall'art. 2415». Ne consegue la necessità della approvazione assembleare di categoria nel caso in cui la fusione comporti una modifica della disciplina e dei diritti abbinati a tali azioni. Per la conferma di tale impostazione interpretativa nella giurisprudenza, v. Cass. 20 aprile 2020, n. 7920, in *Notariato*, 2020, 411 ss.; in *Foro it.*, 2020, 1910 ss., in *Società*, 2020, 1078 ss., con nota di Spolidoro. Con tale sentenza, i supremi giudici hanno confermato l'ammissibilità di una diversificazione dei valori delle azioni ordinarie e delle azioni di risparmio della società incorporata, ammettendo di conseguenza rapporti di cambio distinti. Sul punto v. altresì il commento di G. SANDRELLI, *Concambi di fusione differenziati in presenza di categorie diverse di azioni: una sentenza della Cassazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1270 ss. L'A. evidenzia come la summenzionata pronuncia giunga ai medesimi approdi già chiariti dalla dottrina giuridica ed aziendalistica, oltre che dalla prassi. In argomento v. anche A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 185 ss.; N. DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio (Nota a Cass. 20 aprile 2020, n.7920) - Parte I*, in *Il Foro italiano*, 2020, 1915 ss.

Ne consegue altresì che al medesimo grado di dettaglio si accompagnino speculari modalità deliberative: qualora infatti vengano assegnate, all'esito della fusione, sempre delle azioni di categoria che, però, incorporino diritti non esattamente coincidenti con quelli posseduti in precedenza, l'assemblea speciale dovrà pronunciarsi nei medesimi termini stabiliti per l'assemblea generale¹¹⁴.

Nel contesto della fusione, potrebbe anche determinarsi una soppressione di una categoria di azioni e la sostituzione con titoli appartenenti ad una diversa categoria o con azioni ordinarie della incorporante (si pensi soprattutto al caso in cui la società incorporante non intenda mantenere, all'esito della fusione, la medesima struttura azionaria presente in una delle società incorporate)¹¹⁵.

In tal caso, si ritiene di condividere la posizione dottrinale, in cui si è sottolineato come sia necessario ottenere il consenso¹¹⁶ dei titolari delle azioni appartenenti alla categoria

¹¹⁴ Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 44. A detta di molti in dottrina, l'assemblea speciale di categoria dovrà inoltre pronunciarsi sulla "congruità" delle misure compensative che il progetto di fusione prevede a vantaggio di quella categoria speciale per la quale si profila un pregiudizio nel rapporto di comcambio proposto nel contesto della fusione. In argomento, osserva L.A. Bianchi, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 111, che l'eventuale adozione di rapporti di cambio differenziati per categoria possa «al più, compensare sotto il profilo valutativo l'affievolimento [...] del regime patrimoniale che le azioni annullate [...] si trovassero a subire per effetto della fusione», ma non anche garantire la «piena continuità dei diritti [...] associati alle azione speciali prima della fusione» e, dunque «compiutamente sostituire la tutela prevista a fronte di delibere idonee ad arrecare un preiudizio ai diritti della categoria». V. altresì il medesimo A., cit., 117: «qualsiasi riduzione di un diritto che si dovesse verificare per effetto di una fusione - anche se bilanciata dal riconoscimento di un diritto ulteriore - si risolve in un pregiudizio giuridicamente rilevante alle ragioni dei relativi possessori tale da richiedere l'intervento dell'assemblea speciale». Più recentemente, v. M. 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, Utet, Torino, 2011, 547, per il quale la possibilità di ipotizzare un venir meno del pregiudizio ai diritti della categoria attribuendo nuovi diritti o rafforzando diritti già attribuiti osterebbe il fatto di non poter dunque provvedere ad un raffronto obiettivo tra diritti disomogenei, alla luce infatti della «assolutamente diversa natura dei diritti che sarebbe necessario compensare». Cfr. anche M. BORIO, *Delibera di fusione. Capitolo Secondo, Sezione Seconda*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, paragrafo 4.3.

¹¹⁵ Cfr. *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.nexi.it, 22. Per effetto della conversione automatica delle azioni speciali emesse da SIA S.p.A. in azioni ordinarie di Nexi S.p.A., non sussisteranno infatti più, all'esito della fusione, dei titolari di azioni di categoria speciale.

¹¹⁶ L'assemblea speciale di categoria dovrà, nel contesto della fusione, tenersi nei termini stabiliti dall'art. 2501-ter c.c. e 2501-septies c.c., per quanto riguarda l'assemblea generale. Così C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 226; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 226.

soppressa¹¹⁷, nonostante tuttavia altre voci evidenzino come ciò condurrebbe ad un sequestro della maggioranza, che diverrebbe prigioniera del dissenso di singoli azionisti di categoria (che, pur rivestendo un peso trascurabile nell'insieme della compagine sociale, potrebbero nondimeno esercitare una influenza determinante nella relativa assemblea di categoria)¹¹⁸. La necessità di prevedere l'approvazione anche da parte dell'assemblea speciale di categoria è sostenuta da una parte rilevante della dottrina anche in presenza di ipotesi di pregiudizio indiretto per i titolari di tali azioni, con la conseguenza dunque di estendere pressoché a tutte le ipotesi di fusione la relativa deliberazione dell'assemblea speciale¹¹⁹.

¹¹⁷ Si pensi ai numerosi casi di conversione di azioni di risparmio che si sono recentemente registrati in società quotate, da ultimo BuzziUnicem nell'ottobre 2020, Banco Desio nel giugno 2021 nei quali oltre all'approvazione dell'assemblea generale si è anche provveduto ad ottenere l'approvazione dell'assemblea speciale di categoria. Altri importanti eventi di conversione forzata delle azioni di risparmio in azioni ordinarie si sono verificati anche in Pirelli nel febbraio 2016, RCS nel giugno 2014, Italjolly nel maggio 2006. Sul tema, si vedano H. LE NEBASQUE, *À propos de la conversion d'actions en actions d'une autre catégorie*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2018, 302 ss., par. 7; N. DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio (Nota a Cass. 20 aprile 2020, n.7920) - Parte I*, in *Il Foro italiano*, 2020, 1915 ss.; M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1292 ss.; U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2002, 1062 ss.; F. FUNARI, *Conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie*. Nota a Trib. Torino, 24 novembre 2000, in *Società*, 2001, 991 ss.; G. TEDESCHI, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Quaderni Montedison*, 1973, 595.; G.B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, 569 ss.; V. SALAFIA, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Riv. soc.*, 1994, 529 ss.; L. PURPURA, *Assemblee speciali e pregiudizio rilevante ai diritti di una categoria di azioni*. Nota a Trib. Vicenza, 10 febbraio 2003, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, 574 ss. Da ultimo, v. in relazione al rapporto di cambio tra le azioni in presenza di categorie anche M.S. SPOLIDORO, *Concambio nella fusione per incorporazione tra società per azioni e azioni di risparmio*, in *Società*, 2020, 1078 ss.

¹¹⁸ V. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 252.; I. DEMURO, *Forme e progetto di fusione*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 375 ss.

¹¹⁹ V., *ex multis*, C. CLERICI, sub art. 2501-ter, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 548; A. BOLOGNESI, *Commento sub art. 2501-ter*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Torino, 2009, 1248 ss.; D. GALLETTI, *Procedimento di fusione e "diritti individuali"*, nota a Trib. Verona, 24 marzo 1995, in *Giur. comm.*, 1996, II, 67 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Fusione e scissione di società: lo schema di legge di attuazione delle Direttive CEE*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, 119. Per una casistica sul pregiudizio indiretto, v. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 430 s. Secondo l'A., a 422, unico caso in cui non si verificherebbe un pregiudizio alle varie categorie di azioni e strumenti finanziari sarebbe, allora, quello in cui in tutte e ciascuna delle società partecipanti esistano categorie azionarie che, caratterizzate da identica disciplina, "siano rispettivamente correlate nelle stesse proporzioni percentuali". In argomento cfr. anche MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 37, che però non pone la condizione dell'identica correlazione nella stessa proporzione, così escludendo che si abbia un pregiudizio indiretto nell'ipotesi di

Alla luce di quanto precede, è dunque possibile rilevare come il trattamento riservato ai titolari di azioni di categoria¹²⁰ costituisca, lungi da un marginale aspetto privo di rilevanza nel più ampio contesto di una fusione che inevitabilmente riguarda azionisti in gran parte ordinari, un distinto ed importante elemento da includere nel progetto di fusione di società quotate. Dopotutto, il trattamento degli azionisti di categoria non solo si inquadra nella più ampia cornice di determinazione del rapporto di cambio (poiché deve risultare almeno coerente con esso), ma consente anche di gettare una luce più dettagliata sulle intenzioni della incorporante in merito alla propria struttura finanziaria *post*-fusione (il che, soprattutto per società propense a crescere mediante acquisizioni, rappresenta un ulteriore elemento di valutazione di cui un investitore terrà debitamente conto).

Inoltre, a naturale completamento di quanto sin qui trattato, laddove i benefici ed i privilegi derivanti dalle medesime azioni di categoria *post*-fusione siano diversi e non equivalenti a quelli precedentemente accordati a tale categoria, ed inferiori qualitativamente o quantitativamente¹²¹,

modifica dei rapporti tra categorie, che mantengono comunque la loro indipendente esistenza. In senso conforme v. C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Giappichelli, Torino, 1993, 550 ss.

¹²⁰ Per una recente disamina del trattamento che invece dovrà essere riservato ai detentori di strumenti finanziari partecipativi *ex art.* 2346 c.c., cfr. M. BORIO, *Articolo 2503-bis. Azioni di categoria, strumenti finanziari e obbligazioni*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2018, 172 ss. In argomento v. altresì M. NOTARI, *sub art. 2346, commi 1 - 5*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 3 ss.; ID., *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV. *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Ipsoa, Milano, 2003, 54 ss.; A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2346 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 251 ss.; U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 966 ss.

¹²¹ Sul punto cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 37, secondo il quale l'equivalenza potrebbe essere raggiunta altresì con una pluralità di "misure compensative". Tra queste possono annoverarsi il conguaglio in denaro, nei limiti in cui lo stesso sia ammissibile, nonché "tassi di conversione differenziati", idonei a valorizzare le specificità di ogni singola categoria azionaria, ovvero attraverso la previsione nel progetto di fusione di specifici benefici economici o amministrativi ai detentori della categoria di titoli che si annullerebbe nel contesto della fusione. L'A. citato suggerisce di determinare il rapporto di cambio relativo alle diverse categorie di azioni e strumenti finanziari mediante l'attribuzione di "quozienti di valorizzazione" della partecipazione al patrimonio netto, differenziati in virtù dei "diversi valori attribuiti nelle società alle azioni delle varie categorie". V., per quanto concerne la determinazione del rapporto di cambio in presenza di una pluralità di categorie azionarie, anche L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 129 ss.

tale modifica dovrà meritarsi speciale menzione nel progetto di fusione, ed essere inoltre soggetta ad approvazione da parte dell'assemblea speciale di categoria¹²².

Al riguardo, preme ricordare chi in dottrina ha evidenziato la non necessarietà di un *placet* alla fusione da parte dell'assemblea speciale di categoria, laddove si registrino sì modifiche ai benefici in precedenza accordati alla categoria stessa, ma il sacrificio di questi ultimi nel contesto della fusione venga compensato dall'attribuzione di nuovi diritti ai titolari (sia in forma di diritti patrimoniali, sia di diritti amministrativi). Tale tesi si fonda su una applicazione analogica di quanto stabilito dal combinato disposto degli articoli 2503-*bis* c.c. e 2415 c.c. in materia di obbligazioni convertibili¹²³.

Poiché la determinazione della natura di "beneficio" di una tale modifica permane nell'alveo della discrezionalità degli amministratori, può a volte risultare opportuno che questi ultimi esplichino la portata di suddetto beneficio dettagliatamente all'assemblea di categoria, onde renderne agevole l'individuazione e scoraggiare a monte potenziali azioni di responsabilità.

Da ultimo, preme altresì ricordare che la cornice appena tratteggiata non include l'imposizione di una verifica, *ex post* e ad opera di esperti indipendenti, circa la congruità delle misure adottate dalla maggioranza per garantire l'equivalenza delle misure compensative riservate a vantaggio delle azioni di categoria¹²⁴. Rimane inoltre aperta la questione se il singolo azionista di categoria sia in grado di poter far valere una eventuale incongrua valorizzazione della propria partecipazione azionaria in sede di concambio, qualora l'assemblea di categoria si sia espressa in modo favorevole sull'operazione. Tale possibilità dovrebbe ritenersi ammissibile nel caso in cui la delibera dell'assemblea di categoria risulti viziata e sia dunque invalida, ma non laddove la maggioranza dei detentori di tali strumenti finanziari abbia validamente approvato l'operazione e il relativo possibile pregiudizio ai propri diritti causato dal compimento dell'operazione di fusione, reputandolo dunque bilanciato dal rapporto di concambio risultante

¹²² Sul punto L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 101.

¹²³ In tale contesto, infatti, ai titolari di obbligazioni convertibili devono essere riservati diritti equivalenti a quelli loro spettanti in precedenza, mentre ogni modifica sfavorevole deve necessariamente essere approvata dalla relativa assemblea. Sul punto, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 109; M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 144.

¹²⁴ V. G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 308. L'A. sottolinea come tale circostanza sia evidenza del «grado non elevato di tutela, nella fusione e nella scissione, dei diritti ed interessi dei portatori di titoli diversi dalle azioni (per le quali opera il meccanismo del rapporto di cambio, residuato dalla garanzia della perizia esterna)».

dal progetto di fusione (essendo tale ultima alternativa più conforme ad un principio di certezza dei traffici giuridici, nonché di sovranità del principio maggioritario, che costituisce un importante chiave di volta della disciplina societaria in materia assembleare).

4.1.4 Il progetto di fusione e le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato.

Un cenno merita anche la fattispecie delle fusioni nell'ambito di società quotate che abbiano emesso azioni a voto plurimo, o che abbiano statutariamente previsto la maggiorazione del voto sociale¹²⁵ (fattispecie assai ricorrente riguardo al recente fenomeno delle SPAC, principalmente come strumento di remunerazione degli *sponsor*).

In linea generale, la legge preclude di per sé (per ragioni di carattere sistematico, la cui analisi, seppur interessante e ricca di spunti, purtroppo esula dai limitati contorni del presente lavoro¹²⁶)

¹²⁵ Una società quotata potrà includere nella propria struttura azionaria azioni a voto plurimo a seguito di fusione per incorporazione di una società quotata o non quotata che ne prevedeva la presenza. Si pensi ad esempio ai numerosi casi di fusione tra veicoli quotati (cosiddette SPACs) e società chiuse, in cui spesso il veicolo quotato già presenta azioni a voto plurimo nei propri assetti proprietari. L'emissione di azioni a voto plurimo da parte di società quotate è espressamente ammessa in favore dei rispettivi titolari laddove si verifichi uno delle seguenti tassative ipotesi: (i) aumento gratuito del capitale, (ii) aumento del capitale in opzione, e (iii) fusioni e scissioni. In argomento, cfr. M.M. FUMAGALLI, *Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, Egea, Milano, 2017; P. DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo di investimento e quotazione*, in *Riv. soc.*, 2018, 713 ss.; M.L. PASSADOR, *In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO market*, University of Luxembourg Law Working Paper, 005-2021, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3820957>, 1 ss.; M. KLAUSNER, M. OHLROFFE, E. RUAN, *A Sober Look at SPACs*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 559, 2020, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3720919>; F. GARRAMONE, *Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *Banca impresa società*, 2020, 131 ss.; G. GIGANTE, A. CONSO, *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Egea, Milano, 2020; nonché, per una recente analisi in prospettiva internazionale, G. GIGANTE, G.M. GUIDOTTI, *Do Chinese-focused U.S. listed SPACs perform better than others do?*, in *Investment Management and Financial Innovations*, 2021, vol. 18, n. 3, 229 ss.; S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *AGE*, 2021, 31 ss. e spec. 38 ss. Sottolinea inoltre M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 128, l'opportunità di sdoppiare gli indici del rapporto di cambio nel caso di fusione tra società nella quale siano coinvolte anche azioni a voto plurimo, al fine di valorizzare i seguenti profili: un primo, di natura patrimoniale, relativo al riassetto delle partecipazioni al capitale e quindi preordinato a redistribuire le partecipazioni al capitale medesimo, ed un secondo, di natura amministrativa, destinato a consentire la puntuale riassegnazione dei voti. Cfr. altresì L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, 404 ss.

¹²⁶ La *ratio* di una tale scelta potendosi rinvenire nelle esigenze di prevenire una eccessiva divaricazione tra investimento e potere di voto da un lato, e la prevenzione di un rischio eccessivo di non contendibilità del controllo. In argomento cfr., *ex multis*, N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli*

alle società quotate di creare azioni a voto plurimo; tuttavia, laddove queste ultime abbiano emesso tali azioni anteriormente alla quotazione, si prevede che possano emettere azioni a voto plurimo «con le medesime caratteristiche e diritti» di quelle già in circolazione, così da mantenere inalterato il rapporto fra le diverse categorie di azioni (cfr. art. 127-*sexies*, comma 2, TUF)¹²⁷. Pertanto, a meno che la società quotata già non abbia azioni a voto plurimo, non potrà emetterle come strumento finanziario al servizio del rapporto di concambio. Si tratta di una misura evidentemente frutto di esigenze rivolte alla tutela degli azionisti della incorporata ed incorporante, che si vedrebbero inevitabilmente diluiti in assemblea dal ricorso ad un tale strumento. Tuttavia, gli eventuali benefici derivanti da una riduzione, limitata a specifiche ipotesi, del divieto di emissione di azioni a voto plurimo, potrebbe forse superare i vantaggi derivanti dalla summenzionata volontà di garantire pari trattamento: si pensi, in particolare, al caso in cui una particolare fusione possa produrre grande valore per la *combined entity*, ma che qualora il rapporto di cambio fosse servito solo dall'emissione di azioni ordinarie e da liquidità a copertura degli eventuali resti, allora l'operazione non sarebbe *affordable*. In un tale contesto, l'attribuzione di una partecipazione con diritti di voto rafforzati all'eventuale azionista di riferimento della incorporata può risultare un'attraente alternativa alla diluizione della propria partecipazione al capitale, rappresentando altresì una modalità alternativa di pagamento di eventuali premi di maggioranza. Assistita da opportuni obblighi di motivazione nel progetto e nella relazione, nonché, auspicabilmente, da una esplicita presa di posizione sulla sostenibilità finanziaria per le società coinvolte, potrebbe risultare interessante approfondire le eventuali conseguenze che permettere il ricorso a limitate emissioni di azioni a voto plurimo potrà avere rispetto a future fusioni di quotate¹²⁸.

azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi, in *GiustiziaCivile.com*, 29 settembre 2014; L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: considerazioni di carattere sistematico e ricadute sulla concezione capitalistica della s.p.a.*, in *RDS*, 2019, 317 ss.; C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779 ss. Per una recedente disamina, anche alla luce dell'esperienza d'oltreoceano, cfr. invece F. GHEZZI, C. MOSCA, M.L. PASSADOR, *Rereading the "One Share One Vote Principle": Is It Also a Matter of Competition?*, in *University of Chicago Bus. L. Rev.*, 2022, vol. 1, n. 1, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4067796>.

¹²⁷ Condivisibilmente ritiene L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggioranza del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, 404, che le società quotate possano assumere le deliere relative a tali operazioni "solo in forza di espressa previsione statutaria".

¹²⁸ La possibilità di prevedere l'emissione di azioni a voto plurimo nel contesto di quotazione rappresenta inoltre un importante elemento per rafforzare la competitività del diritto societario e finanziario italiano sul piano della competizione fra ordinamenti (c.d. *forum shopping*). Al riguardo si pensi, a titolo di esempio, alla

Per quanto riguarda invece l'istituto della maggiorazione del voto, la discussione assume caratteri peculiari in considerazione del fatto che solamente le società quotate possono includerne la previsione nei propri statuti: la maggiorazione consente infatti di attenuare il rapporto di proporzionalità tra partecipazione al capitale sociale e voto, consentendo indistintamente ai soci che abbiano mantenuto le proprie partecipazioni per un determinato lasso temporale (non inferiore in ogni caso ai 24 mesi)¹²⁹ di esercitare un numero maggiore di voti. Tale incremento del voto esprimibile è dunque legato al tempo in cui un eventuale soggetto mantiene la propria partecipazione, piuttosto che essere caratteristica intrinseca dello strumento a prescindere dal titolare, come invece avviene per le azioni a voto plurimo.

La maggiorazione non rappresenta di per sé una categoria di azioni, posto che il socio mantiene sempre le azioni ordinarie di cui già è detentore, ma si traduce invece in una sorta di premio¹³⁰. Il premio consiste in un aumento del numero di voti complessivi che il socio potrà esprimere, e verrà perduto qualora la partecipazione venga trasferita. In conformità con il prevalente orientamento che ritiene la fusione essere una vicenda evolutivo-modificativa nella vita delle società coinvolte, si è ritenuto che la maggiorazione di una società incorporata nel contesto di una fusione non sia persa, ma venga conservata¹³¹. Tale conservazione, tuttavia, si avrà

recente quotazione del gruppo Ariston, avvenuta tramite l'offerta di strumenti azionari di una società di diritto olandese (Ariston Holding NV), in base ad un prospetto redatto in conformità con i requisiti dettati dal diritto di quel paese (e che consentono un uso di azioni a voto plurimo), successivamente passaportato in Italia per consentire la quotazione su Euronext Milan. Più risalente ma ancora attuale è altresì la decisione del gruppo FIAT di reincorporarsi in Olanda attraverso un processo di fusione, di modo da poter così emettere azioni a voto plurimo (e dunque sfuggendo al divieto al tempo ancora presente in Italia). Un esempio opposto è tuttavia rappresentato dalla recente fusione per incorporazione del gruppo paytech danese Nets AS in Nexi S.p.A. nel luglio 2021, la quale ha mantenuto la propria quotazione in Italia (ove sono stati quotati gli strumenti azionari emessi nel contesto del deliberato aumento di capitale a servizio della fusione).

¹²⁹ Cfr. art. 127-*quinquies* TUF. Lo statuto della singola società quotata potrà tuttavia prevedere un termine di detenzione maggiore (ovviamente tenuta in considerazione la durata della società).

¹³⁰ Utilizza tale espressione P. MARCETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2016, 1 ss. Il premio si sostanzia in un riconoscimento della fedeltà dimostrata dal socio in questione, che ha mantenuto il proprio investimento per un certo periodo di tempo sopportando i rischi connessi alla detenzione di tale partecipazione. Cfr. in argomento, per una analisi dei risvolti concernenti le società quotate anche nel contesto di offerte pubbliche di acquisto, anche C. MOSCA, *La maggiorazione del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 86 ss.

¹³¹ Dopotutto la fusione si caratterizza rispetto ad altre forme di riorganizzazione societaria proprio per il fatto di determinare necessariamente un riassetto complessivo delle società che vi prendono parte. Non è infatti possibile procedere ad una fusione "parziale", come invece per la scissione. Sul punto, G. FERRI JR.,

solamente qualora il progetto di fusione esplicitamente disponga in tal senso, prevedendo che il diritto di voto maggiorato in precedenza attribuito alle azioni della società fusa si perpetui anche sulle azioni della società incorporante ottenute in cambio¹³². Nel contesto della fusione di quotate, una utile riforma all'uopo potrebbe consistere nella riduzione (o quantomeno della modulazione) della *tenure* necessaria a riconoscere il premio di maggiorazione ai soci delle società coinvolte; anche in tale contesto (così come per le azioni a voto plurimo), il risultato di una tale riforma consisterebbe nell'incrementare gli strumenti compensativi posti a disposizione degli amministratori per remunerare gli azionisti della incorporata, ed invogliarne il *management* ad aderire alla prospettata operazione (si pensi al caso in cui il *management* della incorporante potrà servire il rapporto di cambio scegliendo tra azioni ordinarie, azioni a voto plurimo ed azioni a voto maggiorato; ad una più ampia gamma di strumenti disponibili corrisponde una più probabile propensione al compiere operazioni di questa complessità). Il vantaggio della maggiorazione, se si vuole, rispetto alle azioni a voto plurimo, consiste inoltre nel legare indissolubilmente il premio di voto alla persona del socio cui è attribuito, andando così a rappresentare una sorta di *token* di fiducia, un sintomo di apprezzamento, che il *management* della *combined entity* riconosce ai soci delle società coinvolte, incoraggiandoli a

G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 4, Giappichelli, Torino, 2007, 232 ss., rilevano che l'eventualità di una incorporazione parziale sia ricondotta nel nostro ordinamento a una scissione, mentre sul piano comunitario sia invece considerata una operazione diversa dalla fusione, ma alla stessa assimilabile. V. altresì G. FERRI JR., *Fusione per incorporazione "parziale" tra "modificabilità e "scindibilità" del progetto*, in *Studi e Materiali*, 1995, n. 4, 430 ss. Cfr. anche F. D'ALESSANDRO, *Fusioni di società, giudici e dottori*, nota a Cass. 23 giugno 2006, n. 14526 e a Cass. SU. UU., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Studi per Franco di Sabato*, tomo III, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2009, 361 ss.

¹³² Qualora la fusione non riguardi tanto la società quotata in sé, ma il socio detentore di una partecipazione vantante voto maggiorato, il diritto di voto maggiorato sarà conservato dalla società risultante dalla fusione cui tale socio ha preso parte, a patto che lo statuto della società quotata non preveda diversamente: v. art. 127-*quinquies* TUF. In argomento v. P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss.; L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, 395, che ritiene tale scelta "non priva di controindicazioni e che richiederebbe "specifiche motivazioni in tal senso". Registrandosi inoltre il divieto da parte del legislatore nel cumulare azioni a voto plurimo e maggiorazione del voto, ove una società con presenza di azioni a voto plurimo intenda introdurre anche a seguito di fusione l'istituto della maggiorazione, le azioni a voto plurimo verranno convertite in azioni ordinarie. In tema, altresì, P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss.; N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *GiustiziaCivile.com*, 29 settembre 2014; ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, in *Riv. soc.*, 2015, 476.

rimanere parte della compagine sociale e mantenere il proprio contributo alla creazione di valore post-fusione.

4.1.5 Il conguaglio in denaro.

Un ulteriore elemento di valutazione per ogni operazione di fusione è rappresentato dal conguaglio in denaro eventualmente risultante dall'applicazione del rapporto di cambio, come determinato in virtù di quanto esposto nei paragrafi precedenti. Al riguardo, già si è precisato che il progetto di fusione dovrà necessariamente menzionare l'eventuale conguaglio in denaro, che non potrà superare il dieci per cento del valore delle azioni assegnate ai soci della incorporata¹³³.

Non sempre sarà necessario addivenire ad un conguaglio da liquidare in denaro, tuttavia tale eventualità rappresenta praticamente una certezza nell'ambito della fusione di quotate, ragione per cui è necessario in questa sede soffermarsi sui profili critici di tale istituto.

La determinazione del rapporto di cambio potrà determinare qualche difficoltà operativa nel caso in cui si verifichi un resto, ovvero qualora il cambio medesimo sia indivisibile per il numero di azioni della società incorporata da sostituire e di quella incorporante da assegnare. In altri termini, vi possono essere circostanze nelle quali i titolari di partecipazioni azionarie non perfettamente concambiabili nelle nuove partecipazioni non possano convertire tali azioni interamente, determinandosi così la generazione di resti¹³⁴. Tali circostanze sono ancor più frequenti quando una delle società partecipanti sia quotata: solo il rilevante numero di azioni emesse rappresenta un quasi insormontabile ostacolo per un rapporto di cambio chiaro, senza resti.

¹³³ Tale limite ha carattere tassativo, e si applica a tutte le fattispecie di fusione (fatta eccezione per le fusioni cui non partecipano società per azioni o in accomandita per azioni o cooperative, per le quali l'art. 2504-*quater* c.c. consente un conguaglio superiore). Per un commento alla disposizione, v. P. BELTRAMI, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria ex 2504-*quater* c.c.*, in *Riv. soc.*, 2002, 1241 ss.

¹³⁴ Con conseguente danno patrimoniale per tali azionisti pari alla misura del resto. Cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 215. Rileva altresì M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 137, che tale danno appare «quasi inevitabile allorchè si traducano sul piano puramente matematico i rapporti di concambio e che per questo non può impedire il perfezionarsi dell'operazione straordinaria».

Al fine dunque di porre rimedio ad una situazione di potenziale disparità di trattamento in sfavore di tali soci, la legge ha predisposto il correttivo del conguaglio in denaro¹³⁵. Tale misura si pone nell'ottica di colmare i resti dei cambi sfavorevoli, andando a rifondere i soci del valore delle azioni che non siano state convertite in tutto o in parte¹³⁶. È dunque nell'ottica di garantire parità di trattamento ed evitare abusi nonché forzose liquidazioni di minoranze, che la legge ha previsto l'anzidetto limite del dieci per cento del valore nominale delle azioni dell'incorporante assegnate al socio della incorporata¹³⁷. Inoltre, lo stesso non potrà essere distribuito solamente a beneficio di un determinato gruppo ristretto di azionisti, ma dovrà invece essere riservato all'intera collettività sociale in virtù di una previsione di carattere generale inserita nel

¹³⁵ P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 37 ss. Ritiene invece G. PLASMATI, *Il problema dei resti nelle s.p.a.*, in *Contr. impr.*, 2007, 208, che l'attribuzione di un conguaglio in denaro per sopperire alla problematica dei resti costituisca anche essa una teoretica forma di violazione dei diritti delle minoranze (a cui non verrebbe garantita una partecipazione nella società post-fusione pienamente in linea con la loro partecipazione nelle società partecipanti alla fusione), resa tuttavia valida per mezzo dell'espresso volere del legislatore. Per una analisi della specifica posizione dei soci della società incorporata cfr. invece C. SANTAGATA, *Riflessioni sul fondamento e gli effetti della fusione tra società*, in AA. VV., *Studi in onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, 1358 ss.

¹³⁶ Pertanto, il conguaglio permette di colmare eventuali divergenze che emergano tra il valore unitario delle azioni di ciascuna delle società partecipanti, in conformità con il principio di indivisibilità delle azioni di cui all'art. 2347 c.c. Sull'utilità sistematica del conguaglio, v. L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 18. L'A. rileva che «se non fosse possibile attribuire somme di denaro, i soci subirebbero un pregiudizio tutte le volte in cui possiedono un numero di azioni non esattamente divisibile per il rapporto di cambio, perché vedrebbero diminuito il valore della loro partecipazione, senza aver ricevuto alcunchè a titolo di compensazione». In dottrina, si ritiene che il conguaglio rappresenti una compensazione monetaria per quelle azioni che non possono essere fatte oggetto di concambio, e che dunque esso rappresenti in via principale uno strumento volto ad offrire compensazione per i resti derivanti dall'applicazione del rapporto di cambio: in argomento, *ex multis*, v. A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 38; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2002, 145.

¹³⁷ V. COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima L.A.32 – (conguagli in denaro – 1° pubbl. 9/08)*, che pone l'utilizzo del conguaglio in denaro nei precisi limiti del fenomeno della fusione: «nella fusione e nella scissione è possibile prevedere conguagli in denaro al solo fine di evitare che all'esito di tali operazioni si formino dei resti. Nel caso in cui sia possibile determinare un rapporto di cambio che non dia luogo a resti non è dunque consentito prevedere un conguaglio in denaro, anche se l'approvazione del progetto venga deliberata all'unanimità, poiché in tal caso il negozio posto in essere non rientrerebbe esclusivamente nella causa della fusione o della scissione». Qualora nell'ambito della delibera di fusione non abbia trovato applicazione il limite del 10% normativamente previsto, i soci dissenzienti potranno impugnare e invalidare la decisione assembleare, impedendo che tale fusione diventi efficace. V. F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 623 s.; A. VICARI, *Commento sub art. 2501-ter c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 3301.

progetto¹³⁸. Quest'ultima previsione appare condivisibile anche nel contesto delle quotate. L'attribuzione alla discrezionalità gestoria della prerogativa di determinare soci da compensare con una misura di liquidità maggiore (che può rappresentare un premio per soci non interessati a mantenere la propria partecipazione, o un sottile strumento per liberarsi di soci molesti, estromettendoli dalla compagine azionaria) assumerebbe contorni di rischio troppo rilevanti per poter essere efficacemente limitati da un mero obbligo motivazionale. Anche il valore del 10% deve ritenersi sufficiente per sopperire ad eventuali esigenze di dar luogo a conguagli.

Oltre a quanto precede, il progetto dovrà altresì indicare le modalità con le quali il conguaglio in denaro venga materialmente distribuito ai soci che ne abbiano diritto¹³⁹. L'attribuzione di un conguaglio in denaro a determinati soci che si trovino a detenere partecipazioni che non possono essere matematicamente convertite in un perfetto numero di azioni della società incorporante comporta inevitabilmente per gli stessi un parziale sacrificio in termini del peso che saranno chiamati a rivestire nella compagine sociale post-fusione. Purtroppo, anche in considerazione del fatto che tale circostanza venga a determinarsi sulla base di un rapporto puramente matematico e (auspicabilmente) scevro da intenzioni di pregiudicare una precisa minoranza, la legge condivisibilmente non prevede il consenso dei soci destinatari di tali conguagli come un elemento necessario affinché possa procedersi con la fusione (in ossequio anche a esigenze di certezza e fluidità del processo, posto che tale consenso andrebbe a costituire una forma di compartecipazione alla discrezionalità dell'organo gestorio: qualora il conguaglio proposto sia ritenuto insufficiente o comunque inaccettabile, il socio potrà sempre votare bocciando l'intera operazione proposta).

¹³⁸ Per una esaustiva ricognizione e delle esemplificazioni, v. F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 144 ss.; M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 137. La necessità che il conguaglio sia indicato e quantificato nel progetto non può inoltre essere soddisfatta dalla sua previsione in astratto, demandando poi agli amministratori la fissazione: v. Trib. Benevento, 3 novembre 1992, in *Società*, 1993, 218 ss. Non ammissibile è inoltre la previsione del conguaglio in denaro come mera eventualità, posto che anche in tale circostanza potrebbe verificarsi un trattamento differenziato dei soci: v. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 213.

¹³⁹ Generalmente a mezzo di dedicato conto corrente aperto presso una banca designata. Cfr. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 149. Si ritiene che il diritto a percepire la somma in oggetto maturi a partire dal momento nel quale vengano assegnate al socio le azioni oggetto del conguaglio medesimo: M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 138.

In altri termini, una decisione dell'assemblea generale a maggioranza può dunque ritenersi sufficiente, sull'assunto che la misura dei resti sia giustificata nel contesto del completamento della fusione e sia stata adottata in conformità con gli applicabili principi di correttezza, buona fede, e parità di trattamento della compagine sociale delle società coinvolte nella fusione¹⁴⁰.

Sul punto, si veda altresì, in chiave analogica, il disposto dell'art. 2446 c.c., che secondo la dottrina cristallizza un obbligo di aggiornamento della situazione patrimoniale che sia stata predisposta nel contesto di una riduzione per perdite del capitale sociale¹⁴¹. Nel contesto della fusione, qualora si verificano circostanze e/o eventi che si ripercuotano sulla capacità del progetto (e, di converso, della situazione patrimoniale) di assolvere alla propria funzione informativa (sempre nel caso del conguaglio in denaro, si pensi eventuali eventi che incidano sulle capacità per la incorporante di liquidare il conguaglio stesso), deve pertanto ritenersi onere degli amministratori valutare, alla luce degli eventi verificatisi, se limitare l'attività di aggiornamento ad una sintetica comunicazione integrativa ai soci in sede di deliberazione assembleare, o se procedere invece alla redazione di una nuova ed aggiornata situazione patrimoniale che tenga conto delle novità intercorse¹⁴². Nel caso delle società quotate, tali

¹⁴⁰ Ad esempio, non potrebbe darsi seguito ad una operazione di fusione che preveda un conguaglio in denaro determinato esclusivamente a danno delle minoranze, così da ridurne l'incidenza al di sotto di una determinata soglia per eliminarne la presenza nella struttura proprietaria della società risultante dalla fusione. In merito, si sono avute anche discussioni sul se il limite del dieci per cento applicato al conguaglio in denaro sia stato posto allo scopo di assicurare l'integrità del capitale sociale ovvero se invece sia predisposto al fine principale di tutela delle minoranze a non vedersi estromesse dalla partecipazione della società risultante dalla fusione a seguito del completamento dell'iter procedimentale. Pur attribuendo importanza ad entrambi gli aspetti, autorevole dottrina propende per tale seconda ipotesi considerato che alla difesa della integrità patrimoniale si provvede solitamente attraverso il meccanismo dell'opposizione dei creditori. Sul tema, v. F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 115 ss.; A. VICARI, *Effetti dell'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese ai sensi dell'art. 2504-quater c.c.*, in *Giur. comm.*, 1995, II, 532; G. MUCCIARRONE, *L'opposizione alla fusione di società: interesse sociale, ragione dei creditori, sana e prudente gestione della banca*, Giuffrè, Milano, 2014; R. ORIANI, *L'opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Giuffrè, Milano, 2011; M. EREDE, *L'opposizione dei creditori*, in *Trasformazione, Fusione, Scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 397 ss.

¹⁴¹ In argomento, G. COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2006, 528; M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale*, vol. 2, Utet, Torino, 2013, 515 ss.; R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Diritto Commerciale*, II, a cura di M. Cian, Giappichelli, Torino, 2021, 682 ss.

¹⁴² V. sul punto P. GUIDA, *La revoca della delibera di fusione*, in *Notariato*, 2005, 41 ss. Secondo l'A., laddove eventi che impattino gli assetti definiti nel progetto e illustrati nella situazione patrimoniale si verificano a valle della approvazione assembleare del progetto ma prima della stipula dell'atto di fusione, vi sarebbe un dovere degli amministratori di provvedere ad una nuova convocazione dell'assemblea, affinché la stessa possa esprimersi in merito all'opportunità di revocare la delibera di fusione assunta in precedenza, a seguito

comunicazioni, incidendo sulle capacità finanziarie e patrimoniali dell'ente, costituiranno molto probabilmente oggetto di trasmissione di informazioni privilegiate e dovranno essere emesse in conformità con la relativa disciplina (cfr. Capitolo 3 *infra*).

4.1.6 Ulteriori elementi del progetto di fusione.

Gli elementi appena analizzati rappresentano gli aspetti principali e di maggior interesse per i profili informativi dei soci e del mercato nel contesto di una fusione che coinvolga quotate. Vi sono tuttavia una serie di elementi ulteriori, meritevoli di approfondimento. Nonostante questi non rappresentino di per sé dei dati informativi idonei a determinare in via indipendente il convincimento dell'operatore in merito alla fusione lui prospettata, comunque contribuiscono alla formazione della sua decisione, e possono rappresentare dei “*red-flags*” laddove non risultino in linea con prassi consolidate di settore, o con quanto comunque il mercato si aspetta.

Da un punto di vista cronologico, l'art. 2501-*ter* c.c. inoltre prevede che il progetto, anche di società quotate, debba contenere: (1) la data “contabile”, a partire dalla quale le operazioni della società incorporata si intendono contabilmente compiute per conto della società incorporante, (2) la data di godimento, a partire dalla quale le azioni assegnate in virtù del rapporto di cambio diano diritto a dividendi. Entrambe generalmente coincidono con la data di efficacia della fusione, ossia con la data di ultima iscrizione nel registro delle imprese competente per territorio sulla base del comune in cui le società partecipanti alla fusione hanno sede¹⁴³.

dell'illustrazione dei mutati scenari. Cfr. F. TERRUSI, *Profili dell'opposizione alla fusione*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 332 ss.; M. SFERRAZZA, *Sull'efficacia dell'atto di fusione iscritto in pendenza del giudizio di opposizione*, in *Società*, 2013, 411 ss.

¹⁴³ Il progetto di fusione può tuttavia prevedere che entrambe siano anticipate ad una data anteriore. Osserva in merito M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 139, come, in termini pratici, sia ragionevole prevedere che «il rapporto di cambio si determini con riferimento alla chiusura dei conti e si faccia coincidere quel momento con l'effetto contabile indicato in progetto». Tale momento sarebbe dunque anticipato rispetto a quello in cui si produce l'effetto “reale” della fusione. Sul punto e, più diffusamente, sulla retrodatazione delle date contabili e di godimento, v. G.B. PORTALE, *Clausole di “retroattività” e bilanci nelle fusioni di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1983, 1296 ss.; P. SFAMENI, *L'esercizio sociale e il bilancio nelle società di capitali*, in *La disciplina giuridica del bilancio*, a cura di L.A. Bianchi, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001, 1222; più in generale, M. PERRINO, *sub artt. 2501-ter, quater e quinquies*, in *Società di capitali – Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1955 ss.

Infine, il progetto di fusione deve indicare l'eventuale presenza di “vantaggi particolari” concessi agli amministratori delle società partecipanti¹⁴⁴. Questi consistono nella gran parte dei casi in un bonus *una tantum* soggetto al completamento dell'operazione, che può sostanziarsi in una somma di denaro o nell'attribuzione di un certo numero di azioni della società incorporante, ovvero di altri *benefits*¹⁴⁵. In quanto elemento del progetto di fusione, ai soci spetterà l'ultima parola in merito alla conferma o meno di tali incentivi in favore degli amministratori, in sede di approvazione assembleare della fusione¹⁴⁶. Spesso, qualora il *management* rappresenta un punto di forza delle società coinvolte, sarà interesse del mercato e dei soci mantenere tale *management* al timone anche della *combined entity*, incentivandolo alla realizzazione delle sinergie prospettate in fase di valutazione.

Se tali incentivi possono quindi ritenersi in linea generale come *market practice* in ambito di fusioni di quotate, sarà molto importante che gli amministratori provvedano, idealmente nella relazione illustrativa che nel progetto, alla disamina delle ragioni per le quali un tale incentivo sia stato adottato nel caso in esame, arricchendo le proprie argomentazioni con il raffronto ad altre simili operazioni concluse di recente sul mercato da parte di operatori comparabili.

4.1.7 La pubblicità del progetto di fusione.

Le norme in materia di pubblicità della fusione si contraddistinguono per la propria rigidità. La legge, quale disciplina di carattere generale, prevede che il progetto di fusione sia depositato presso il registro delle imprese per l'iscrizione, adempimento pubblicitario cui sono tenute tutte le società coinvolte nell'operazione¹⁴⁷. Tra il deposito e la fase deliberativa deve poi intercorrere

¹⁴⁴ Cfr P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 29.

¹⁴⁵ Tali vantaggi possono essere concessi sia nell'ottica di remunerare l'impegno volto al perfezionamento della fusione stessa, nonché la cessazione volontaria dalla carica per quelli amministratori delle società partecipanti che non verranno riconfermati quali componenti dell'organo gestorio della incorporante.

¹⁴⁶ M. GAETA, sub *art. 2501-bis*, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia, G. Schiano di Pepe, Utet, Torino, 2007, 1753 ss.

¹⁴⁷ Il deposito dovrà avvenire dunque presso tutti i registri delle imprese competenti per i luoghi in cui hanno sede legale le società partecipanti. Tale incombenza ricade sull'organo amministrativo; cfr. C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 554.

un periodo di trenta giorni a patto che i soci non vi rinunzino all'unanimità¹⁴⁸. La *ratio* di un tale sistema risiede nella volontà di garantire, ad ogni socio, l'opportunità di avere una compiuta informazione rispetto alla fusione che sono chiamati ad approvare, ed a consentire una compiuta analisi dell'insieme complesso di clausole contenuto nel progetto.

Per quanto concerne eventuali modalità di snellimento del processo di fusione, è necessario evidenziare che i soci non possano esonerare, neppure all'unanimità, gli amministratori dalla stesura del progetto, considerata l'imprescindibilità di tale documento nell'architettura complessiva dell'*iter* procedimentale di completamento della fusione. I soci potranno invece unanimemente rinunciare al termine di trenta giorni tra l'iscrizione del progetto presso i registri delle imprese competenti e la data prevista per la decisione in ordine alla fusione.

Nel peculiare contesto delle società quotate tale ultima circostanza non è comunque ipotizzabile, posto che il termine di trenta giorni in esame, pur essendo in teoria disponibile (non rinvenendosi sul punto una particolare disciplina applicabile alle quotate), non è di fatto rinunciabile alla luce dell'elevato grado di polverizzazione del capitale¹⁴⁹.

Volgendo lo sguardo nuovamente alle modalità pubblicitarie applicabili alle quotate, una interessante novella legislativa ha peraltro introdotto la possibilità di far uso di una pubblicità alternativa. In particolare, l'art. 1 del d.lgs. 22 giugno 2012, n. 123, venendo finalmente incontro a istanze da più lati sollevatesi nella prassi, consente di pubblicare il progetto di fusione sul sito internet delle società coinvolte, purché con modalità idonee a garantire la sicurezza del sito stesso, l'autenticità dei documenti ivi caricati e la certezza della data di pubblicazione (modalità

¹⁴⁸ Dal punto di vista pratico, la capacità per i soci di rinunciare al termine costituisce un indubbio snellimento della procedura, andando a snellire e semplificare l'intero iter di completamento della fusione. Sul fatto che tale facoltà si ponga nell'ottica di perseguire gli intenti della legge delega per la riforma del diritto societario del 2001 (L. 3 ottobre 2001, n. 366), v. C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 557 e, specificatamente, nota 71.

¹⁴⁹ Così C. CLERICI, sub *art. 2501-ter*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 557. L'A. sottolinea come la particolare disciplina dettata in materia di quotate dal legislatore, prevalente sulla disciplina generale ai sensi dell'art. 2325-bis c.c., è incompatibile con la rinuncia prevista dall'art. 2501-ter c.c., «in quanto è evidente che lo stesso termine è qui posto a tutela di interessi che trascendono quelli dei singoli soci, ed investono quelli del pubblico». La disciplina in oggetto è comunque oggetto di una più approfondita disamina nel paragrafo che segue. Per una puntuale analisi delle situazioni nelle quali la rinuncia al termine può risultare percorribile in concreto, v. altresì M. PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 518 ss.; G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 896 ss.

tutte che possono ritenersi di pronta implementazione da parte di una quotata, stante la mole di risorse, anche IT, su cui solitamente può fare affidamento)¹⁵⁰. Non sorprende così che tale nuovo strumento pubblicitario è stato accolto con particolare favore dalle società quotate, che recentemente se ne sono servite a più riprese per adempiere in via semplificata all'anzidetto obbligo burocratico di pubblicazione¹⁵¹. Una tale innovazione consente inoltre di semplificare notevolmente le modalità di accesso per investitori internazionali (si noti al riguardo che, alle volte, i documenti informativi predisposti nel contesto della fusione vengono redatti anche in una versione di cortesia, in lingua inglese; ciò risulta particolarmente utile laddove il finanziamento della fusione stessa ed, in particolare, il reperimento delle risorse finanziarie da rendere disponibili nell'eventualità di un massimo esborso del conguaglio in denaro, siano garantite mediante *commitment* finanziari *bridge* da parte di istituti bancari internazionali; ovvero, laddove nel contesto dell'operazione si intenda completare anche una ristrutturazione del debito delle società coinvolte, richiedendosi pertanto di predisporre dei *confidential information memoranda* rivolti alle banche finanziatrici).

Da ultimo, il progetto di fusione, unitamente le relazioni degli amministratori e degli esperti, alla situazione patrimoniale e ai bilanci degli ultimi tre esercizi, deve rimanere depositato presso le sedi delle società partecipanti durante i trenta giorni precedenti la data della deliberazione assembleare, di modo che i soci possano consultarne il contenuto o estrarne copia. Anche deposito in forma cartacea dei documenti presso la sede sociale può tuttavia sostituirsi la

¹⁵⁰ Sul punto, cfr. per una lettura critica delle innovazioni comportate dalla novella del 2012, I. DEMURO, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione, scritto presentato al convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale*, consultabile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it; M. PANDIMIGLIO, *Le nuove modifiche al codice civile in materia di operazioni straordinarie tra imprese: la riduzione degli obblighi di informazione in caso di fusioni e scissioni societarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 155 ss.; A. BUSANI, *Ma ... internet "semplifica" davvero fusioni e scissioni*, in *Società*, 2012, 1029 ss.; U. BECHINI, M. NASTRI, *Perduti nel web: pubblicazione del progetto di fusione sul sito internet della società*, in *Società*, 2012, 1035 ss.; N. ATLANTE, N. RUOTOLO, *Le semplificazioni in materia di documentazione nella fusione e nella scissione*, *Studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 101*, 2013; F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva sulla semplificazione del procedimento di fusione e scissione*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2013, n. 17, 66 ss. Osserva tuttavia correttamente, soprattutto con riguardo alle società chiuse, A. VICARI, *Commento sub art. 2501-ter c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3305, che «la complessità di tali adempimenti potrebbe [...] indurre le società a continuare a preferire la pubblicazione nel Registro delle Imprese». L'A. ritiene pertanto opportuna l'individuazione di modalità operative alternative, tuttavia conformi al dettato della legge.

¹⁵¹ Si pensi, a titolo esemplificativo, ai recenti progetti di fusione di Unione di Banche Italiane S.p.A. in Intesa Sanpaolo S.p.A., e di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A. pubblicati nei rispettivi siti internet nell'ottobre 2020 e nel maggio 2021.

pubblicazione sul sito internet delle società coinvolte, purché in forma liberamente scaricabile e stampabile.

4.2. La situazione patrimoniale.

4.2.1 Il ruolo della situazione patrimoniale.

Il complesso informativo destinato alla compagine sociale (e al pubblico, alla luce della natura di società quotata di almeno una delle entità coinvolte) non si esaurisce con il progetto di fusione. Pur contenendo importanti ed imprescindibili dettagli in merito all'operazione straordinaria che si intende intraprendere, il contenuto del progetto deve essere letto in combinato disposto con le informazioni fornite dagli altri documenti che la legge richiede siano forniti ai soci anteriormente alla deliberazione assembleare. Tali documenti completano e supportano al tempo stesso l'opera informativa demandata al progetto.

Peculiare della precipua funzione di informativa dei soci svolta da tali documenti (*i.e.*, la relazione degli amministratori, la relazione degli esperti e la situazione patrimoniale) è il fatto che non sono oggetto di pubblicità necessaria mediante deposito presso il registro delle imprese, potendo assolversi al relativo obbligo mediante deposito presso la sede sociale ovvero pubblicazione sul sito internet¹⁵². Un ulteriore indizio che tali documenti siano *in primis* volti alla tutela della informazione dei soci si evince dal fatto che gli stessi soci possano rinunciarvi con consenso unanime (circostanza che, come visto, non è invece possibile con riguardo al progetto di fusione)¹⁵³.

La disciplina relativa alla situazione patrimoniale si connota per particolare chiarezza. L'art-2501-*quater*, comma 1, c.c., attribuisce infatti all'organo gestorio il compito di predisporre una

¹⁵² Circoscrivendosi così la relativa capacità informativa, almeno in via iniziale, ai soci.

¹⁵³ Cfr. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 163, che sottolinea come se «tali informazioni fossero destinate anche a soggetti terzi rispetto ai soci, tale rinuncia non parrebbe ammissibile né configurabile, se non provenisse anche da costoro. I documenti in esame, se mai, acquistano valore per i terzi solo in un momento successivo, dopo la decisione di fusione, con la loro iscrizione a corredo della stessa».

situazione patrimoniale aggiornata della società amministrata, con funzione di fornire una fotografia aggiornata relativa alla contabilità delle società partecipanti alla fusione¹⁵⁴.

Per quanto concerne l'eventuale rinuncia alla situazione patrimoniale, di questa potrà farsi a meno solamente laddove si registri il consenso di tutti i soci, e non solamente della maggioranza¹⁵⁵. Per quanto specificatamente concerne le società chiuse, non dovrebbero invece sussistere problemi laddove, ammesso che si riesca ad ottenere l'unanimità dei soci delle società coinvolte nella fusione, la rinuncia abbia ad oggetto solamente una delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti: atteso che il documento in oggetto si pone nell'ottica di garantire la piena informazione dei soci stessi, laddove risulti il loro unanime consenso potrà omettersi la redazione e conseguente distribuzione del documento (tale ipotesi risulta tuttavia remota e "teorica", a condivisibile parere della dottrina, posta l'oggettiva difficoltà di coagulare un consenso unanime per quanto concerne società dall'assetto proprietario fortemente disperso come quello delle società quotate)¹⁵⁶.

Ad ogni modo, l'eventuale assenza della situazione patrimoniale potrebbe incidere sulle posizioni dei terzi, in particolare di quei creditori della società incorporante o incorporata che risultino danneggiati dalla determinazione del rapporto di cambio (che generalmente è redatto

¹⁵⁴ V. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 29 ss.; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 300; R. VENTURINI, *Riflessioni sulla funzione della situazione patrimoniale di fusione*, in *Riv. dir. impr.*, 1996, 56. Sull'essenzialità che l'informazione contabile garantisca innanzitutto trasparenza, cfr. S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, 1095 ss.

¹⁵⁵ Inoltre, è ritenuta necessaria l'adesione unanime di tutti i soci delle società coinvolte, e dunque non potrebbe reputarsi sufficiente il consenso manifestato solo da tutti i soci di alcune di esse. Ciò, oltre che per esigenze di conformità con il tenore testuale della norma in oggetto, anche per garantire la parità di trattamento e equilibrio di informativa a tutti i soci delle società partecipanti alla fusione (ad esempio, si pensi al caso in cui i soci della società incorporata rinuncino alla situazione patrimoniale, ma la stessa rivesta particolare importanza per i soci della società incorporante; proprio per garantire a questi ultimi una piena informativa, laddove non condividano le ragioni sottese alla rinuncia fatte proprie dai soci della incorporata, dovrà comunque addivenirsi alla predisposizione della situazione contabile).

¹⁵⁶ Rileva al riguardo M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 164, che «se tutti i soci di tutte le compagini coinvolte ritengono di aver già altrimenti acquisito notizie più che sufficienti sulla situazione patrimoniale di una delle società interessate dall'operazione straordinaria, ma non delle altre, consentiano l'omissione della redazione della situazione patrimoniale della prima, ma non di queste ultime». Secondo l'Autore, ciò si pone quale ulteriore conferma del fatto che l'attitudine informativa del documento in questione sia circoscritta ai soci, e che dunque gli stessi ne possano validamente disporre.

sulla base delle risultanze contabili della situazione stessa); in tale contesto, la determinazione di non procedere a redigere tale documento contabile potrebbe venire in rilievo in un eventuale giudizio di responsabilità promosso dai creditori nei confronti degli amministratori e, nello specifico, in relazione alla verifica della loro diligenza¹⁵⁷. Come menzionato, ciò non si verifica nel contesto della fusione di quotata, posto che quest'ultima sarà sempre contraddistinta da una fotografia contabile, costituita più sovente dalla relazione semestrale, ma anche, qualora quest'ultima si inidonea a fornire una rappresentazione aggiornata, da una situazione patrimoniale redatta *ad hoc*.

4.2.2 I contenuti della situazione patrimoniale.

Per quanto riguarda il contenuto, la situazione patrimoniale è rappresentata da un documento di natura contabile, che viene redatto secondo i principi sottesi alla predisposizione dei bilanci d'esercizio da parte degli amministratori delle società coinvolte nella fusione¹⁵⁸. Pur essendo destinata ai soci, la situazione patrimoniale non viene sottoposta ad una espressa e formale approvazione (indirettamente, il gradimento rispetto alla stessa potrà infatti evincersi dalla delibera di approvazione del progetto di fusione). Poiché la situazione contabile è redatta

¹⁵⁷ Si veda però S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quater*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 562, per il quale la rilevanza pratica della situazione patrimoniale rispetto alla tutela degli interessi dei soci e dei terzi non deve essere "sopravalutata". L'A. evidenzia infatti come «l'interesse dei soci [...] si appunta prima di tutto, e principalmente, sulla determinazione dei termini economici della fusione e dei valori di scambio espressi nel rapporto di cambio delle azioni o quote, cui la situazione patrimoniale rimane estranea». Sulla marginalità della situazione patrimoniale rispetto all'insieme degli altri documenti posti a tutela degli interessi informativi dei soci e dei creditori terzi v. altresì M. CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici, tributari*, Giuffrè, Milano, 1996, 271 ss. Per una chiara panoramica degli interessi informativi in generale perseguiti con il bilancio straordinario e il bilancio d'esercizio, v. A. CANZONI, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni fra tecnica e norma, economia aziendale e diritto, deontologia e prassi*, in AA. VV., *Il bilancio di esercizio delle imprese*, Giuffrè, Milano, 2017, 1 ss.

¹⁵⁸ Il rinvio alla disciplina bilancistica per quanto riguarda i criteri di redazione della situazione patrimoniale consente di individuare diverse implicazioni tecniche, laddove gli amministratori scelgano di predisporre una situazione *ad hoc* e non di allegare il precedente bilancio d'esercizio: anzitutto, gli amministratori dovranno predisporre anche una nota esplicativa che illustri le vicende contabili delle società coinvolte precedenti alla prospettata fusione. Inoltre, il soggetto chiamato ad esercitare il controllo contabile (per le società quotate, dunque, la rispettiva società di revisione) dovrà valutare il documento ed esprimere il proprio parere. V. E. CIVERRA, *Le operazioni straordinarie. Aspetti civilistici, contabili e procedurali*, Ipsoa, Milano, 2008, 393.

secondo i criteri stabiliti per il bilancio d'esercizio, le società quotate dovranno provvedere alla redazione della stessa secondo i principi contabili internazionali (IAS/IFRS). Se questo può evitare distonie nel caso in cui alla fusione partecipino solamente società quotate, qualora invece una società quotata dovesse progettare una fusione con una società non quotata potrebbero verificarsi delle discontinuità tra le situazioni patrimoniali da redigere (poiché la società non soggetta all'obbligo di redazione del bilancio secondo i principi internazionali potrebbe predisporre il documento in conformità con i criteri codicistici). Le possibili soluzioni sono in tal caso di far redigere a tutte le società partecipanti la situazione patrimoniale secondo i medesimi criteri contabili, ovvero di richiedere che ciascuna società provveda alla redazione utilizzando i criteri utilizzati per predisporre l'ultimo bilancio d'esercizio. La dottrina ritiene in merito che l'alternativa corretta dipenda dalla funzione che la situazione patrimoniale sarebbe chiamata a svolgere nel caso concreto: laddove lo scopo è meramente quello di esporre raccordandoli i dati contabili delle società partecipanti, sarebbe preferibile utilizzare i medesimi criteri per tutte le società. Laddove invece la situazione patrimoniale da redigere rappresenta, per le società coinvolte, un significativo aggiornamento rispetto ai dati contenuti nell'ultimo bilancio approvato, è opportuno mantenere la costanza dei criteri redazionali impiegati (così da garantirne la continuità)¹⁵⁹.

La situazione contabile dovrà inoltre essere aggiornata ad una data non anteriore di 120 giorni alla data di avvenuto deposito del progetto di fusione presso la sede sociale delle società partecipanti (o di avvenuta pubblicazione sul sito internet delle medesime)¹⁶⁰. Generalmente, sia per le quotate sia per le non quotate, essa è tuttavia sostituita dal bilancio dell'ultimo

¹⁵⁹ In argomento, L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 26; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 32 ss.; S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quater*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 567 ss. Osserva inoltre C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 310, che la facoltà di sostituire il bilancio di esercizio alla situazione patrimoniale porti a escludere il fatto che la situazione patrimoniale possa essere redatta in deroga ai criteri utilizzati normalmente per la redazione del bilancio.

¹⁶⁰ Tale termine è aumentato fino a 180 giorni qualora la situazione patrimoniale venga sostituita con l'ultimo bilancio d'esercizio approvato o con la relazione finanziaria semestrale nelle quotate. Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 240, che rileva come invece «nulla si dice con riguardo alla data di riferimento delle valutazioni che sono state effettuate ai fini della determinazione del rapporto di cambio».

esercizio, a patto che questo sia stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito¹⁶¹. Tale possibilità sarebbe tuttavia preclusa laddove il bilancio, in aggiunta ad essere datato non

¹⁶¹ Tale prassi è stata riconosciuta dalla legge per rendere più agevole la fusione, in un'ottica di economia dei mezzi giuridici. Il bilancio dovrà essere non tanto il progetto di bilancio approvato dal CdA e inviato all'assemblea per l'approvazione, quanto il bilancio già corredato di approvazione assembleare e parere del soggetto incaricato della revisione legale dei conti. Sulla necessità di preventiva approvazione assembleare del bilancio d'esercizio da allegare in luogo della situazione patrimoniale, v. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 320; A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 53. Risultano tuttavia di avviso opposto S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quater*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 574; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 134. In particolare, Cacchi Pessani rileva che il progetto di bilancio potrà sostituirsi alla situazione patrimoniale solo se sia stato «comunque approvato dall'organo amministrativo e definito nel suo contenuto, vale a dire in un momento nel quale il bilancio è comunque pronto per essere sottoposto all'approvazione dei soci» (574). Tale seconda tesi si fonda sull'assunto che la situazione patrimoniale di per sé non dovrebbe richiedere alcuna approvazione assembleare, interpretando in tal modo l'art. 2501-*quater* c.c. come se alludesse, più che al bilancio, al progetto di bilancio. Assumendo dunque una chiusura dell'ultimo bilancio al 31 dicembre, il deposito dovrà avvenire entro il 30 giugno dell'anno seguente. Proprio in virtù della sostituibilità con il bilancio, la situazione patrimoniale è stata classificata in dottrina come “bilancio straordinario”, che necessariamente dovrà essere composto da tutti i documenti e sezioni di cui normalmente è composto il bilancio di esercizio in conformità con i criteri contabili in base ai quali è redatto (in base ai criteri codicistici, dunque, la situazione patrimoniale dovrà essere corredata dallo stato patrimoniale, dal conto economico, dalla nota integrativa e dal rendiconto finanziario). Sul punto v. P. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 1356; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 33; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 317; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 185. In senso conforme anche A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 251 ss. ID., *Commento sub art. 2501-quater c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3307. Dibattuto è invece se, in caso di deposito del bilancio d'esercizio, l'obbligo di deposito si estenda anche alla relazione degli amministratori sulla gestione che ne è tecnicamente parte in virtù dell'art. 2423, comma 1, c.c. Propendono per la soluzione contraria P. BELTRAMI, *La fusione*, in *Aa. Vv., S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. Dolmetta, G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, 1106 ss.; M. CAVANNA, *Della fusione delle società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 167. Secondo l'A., i contenuti della relazione in oggetto sono “comunque assorbiti e meglio specificati” nella relazione degli amministratori di cui all'art. 2501-*quinquies* c.c. Ad ogni modo, potrebbe argomentarsi che il deposito della relazione sulla gestione sia comunque preferibile per garantire una piena informazione dei soci, poiché se la relazione degli amministratori nel contesto della fusione è primariamente volta ad esporre e giustificare le ragioni sottese al rapporto di cambio, la relazione sulla gestione ha come scopo primario quello di illustrare le principali risultanze del bilancio, ed accompagnarne la lettura. In ogni caso, l'A. ritiene che nulla vieti ai soci di dichiarare sufficienti le informazioni desumibili «dallo stato patrimoniale, in tal modo rinunciando alla redazione del conto economico, del rendiconto finanziario e della nota integrativa, magari perché si tratti di informazioni ad essi già note». Proprio la disponibilità di tali documenti perché preordinati all'informazione dei soci non

oltre sei mesi dalla data del deposito, fornisca ancora una rappresentazione veritiera, chiara e corretta della situazione finanziaria, economico e contabile della società cui si riferisce¹⁶².

Nonostante per lungo tempo si sia dibattuto sulla necessità o meno di sottoporre la situazione patrimoniale (se redatta) alla preventiva approvazione assembleare¹⁶³, la più recente dottrina

impedisce che gli stessi possano, con una legittima valutazione di sufficienza, rinunciare unanimemente alla predisposizione solo di alcuni dei documenti che compongono la situazione patrimoniale. Affermano la necessità di predisporre il conto economico anche S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quater*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 565; e G.A. RESCIO, *La fusione e scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba, M. Marasà, Cedam, Padova, 2015, 209. La presenza della nota integrativa all'interno della situazione patrimoniale è invece confermata nei principi contabili internazionali nella loro versione più recente (cfr. ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *I bilanci intermedi – principio contabile n. 30*, 6 gennaio 2006, consultabile all'indirizzo www.fondazioneoic.eu).

¹⁶² Cfr. F. SCARDULLA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, vol. XXX, t. 2, Giuffrè, Milano, 2000, 357. Potrebbe infatti capitare che, a seguito della chiusura del bilancio ma prima della data del deposito del progetto di fusione si verificano eventi che impattino la fruibilità del bilancio quale documento finanziario aggiornato alla data del deposito stesso. Tali condizioni possono peraltro variare anche nel tempo intercorrente tra il giorno del deposito dei suddetti documenti presso la sede sociale e quello dell'approvazione della delibera di fusione da parte dell'assemblea; per ovviare a tale circostanza, il comma 3 dell'art. 2501-*quinquies* c.c. prevede che gli amministratori debbano segnalare le modifiche intervenute agli elementi del passivo e dell'attivo successivamente al deposito della situazione patrimoniale stessa. Sul punto, L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 31 s. Rileva altresì M. CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, 425, che non possa utilizzarsi l'ultimo bilancio d'esercizio in luogo della situazione patrimoniale «qualora vi sia una notevole eterogeneità con i bilanci (o le situazioni patrimoniali) delle altre società, che non rende possibile, o attenua sensibilmente, la “comparabilità” fra loro». Cfr. da ultimo l'art. 2501-*quinquies*, comma 3, c.c., ove si prevede che gli amministratori sono tenuti a segnalare le modifiche di carattere rilevante intervenute agli elementi dell'attivo e del passivo successivamente al deposito della situazione patrimoniale presso la sede sociale. Tale necessità deve ritenersi ancora più rilevante anche alla luce dell'interesse generale dei soci ad una corretta informazione contabile. Al riguardo, anche per quanto riguarda la declinazione di tale funzione nell'ambito delle società quotate, v. Trib. Napoli, 11 dicembre 2014, in *Società*, 2015, 1354 ss. con nota di Balzarini. In tale sede, i giudici partenopei rilevano come «il bilancio ha invero la funzione di fornire un'informazione chiara, completa e veritiera della situazione patrimoniale e finanziaria della società, nell'interesse dei soci, dei terzi e dell'economia generale. La funzione informativa del bilancio si ricollega alla necessità dell'impresa di farsi conoscere sul mercato. Il modo di farsi conoscere è dato dalla diffusione di nozioni relative allo stato dell'azienda». Sul punto, cfr. altresì O. CAGNASSO, *La nuova disciplina del bilancio di esercizio*, in *Giur. it.*, 2017, 1243 ss.

¹⁶³ Il punto focale di tale discussione verteva sul ruolo della situazione patrimoniale stessa, ovvero se dovesse essere considerata un atto di esclusiva competenza degli amministratori dunque sottratto a un processo di formale deliberazione dei soci aggiuntivo ed indipendente rispetto all'approvazione del progetto di fusione (posto che la situazione non costituirebbe un allegato in senso tecnico del progetto e dunque l'approvazione del secondo non si sarebbe riverberata nell'accettazione della prima). Per una ricognizione, v. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura

propende condivisibilmente per la soluzione negativa, in considerazione del fatto che l'art. 2501-*quater*, comma 2, c.c. (introdotto con il d.lgs. 22 giugno 2012 n. 123) permette alle società quotate di sostituirla con la relazione finanziaria semestrale (che non è sottoposta ad approvazione dell'organo assembleare)¹⁶⁴.

Si consideri inoltre che, nel caso in cui la relazione semestrale ovvero, ove redatta, la situazione patrimoniale, debba essere aggiornata per tenere conto di eventi verificatesi successivamente al suo deposito non dovrebbe di per sé determinare una interruzione del procedimento di fusione, potendo gli amministratori risolvere la situazione semplicemente segnalando i cambiamenti intervenuti. Laddove tuttavia i cambiamenti determinati da tali eventi sono tali da imporre una rivisitazione della situazione patrimoniale ed un conseguente alterazione delle poste di notevole entità, risulta preferibile ritenere che semplici segnalazioni all'assemblea non possano ritenersi sufficienti; al contrario, gli amministratori dovranno in tal caso procedere alla redazione e al deposito di una situazione patrimoniale aggiornata, dovendosi però interrompere nel frattempo l'*iter*¹⁶⁵.

di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 173. V. inoltre S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quater*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 571, che ritiene la situazione patrimoniale non soggetta ad approvazione neppure "implicita" da parte dei soci. Prima dell'entrata in vigore della novella del 2012, in dottrina sostenevano la non necessità dell'approvazione sociale anche, *ex multis*, P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 43; A. PICCIAU, *Osservazioni sulle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. it.*, 1991, 506; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 220; M. Caratozzolo, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, 281.

¹⁶⁴ Tale sostituzione è permessa a condizione che la relazione semestrale stessa non sia riferita ad una data che preceda di sei mesi il giorno del deposito del progetto di fusione presso la sede sociale (o la sua pubblicazione sul sito internet della società quotata stessa). V. L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 31.

¹⁶⁵ Sul punto, S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quater*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 570. Nello stesso senso, L. LAMBERTINI, sub *art. 2501-quater*, in *La riforma del diritto societario*, vol. IX, a cura di G. Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2003, 359 ss., spec. 411; A. VICARI, sub *art. 2501-quater*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, Torino, 2015, 1514; ID., *Commento sub art. 2501 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Milano, 2016.

Esclude invece che sussista un obbligo di aggiornamento della situazione patrimoniale successivamente alla intervenuta approvazione assembleare della fusione L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 273. L'A. rileva come tale obbligo non sussisterebbe neppure in presenza di vicende straordinarie, in virtù del fatto che tali vicende verranno comunque riflesse nel bilancio di chiusura delle società che si estingueranno, venendo pertanto portate a conoscenza dei soci in ogni caso.

Tale condivisibile orientamento è altresì confermato dalla più recente dottrina; in particolare, L.A. Bianchi sottolinea che in limitati casi eccezionali¹⁶⁶ qualora «lo scarto tra i valori (ad esempio di concambio) originariamente fissati dal consiglio di amministrazione (e approvati dai soci) e quelli desumibili dalla ponderazione di eventi e circostanze sopravvenuti rispetto alla data dell'originaria determinazione (e approvazione) di siffatti valori, sia di rilevanza tale da privare di attendibilità la stima che era stata a suo tempo effettuata [...], gli amministratori debbano, a pena di responsabilità, «fermare le macchine» della fusione», procedendo dunque alla modifica del progetto e del rapporto di cambio¹⁶⁷.

Dopotutto, si deve rammentare che l'obiettivo perseguito dal legislatore con la previsione di una situazione patrimoniale separata rispetto al progetto di fusione è quello di offrire ai soci un ulteriore elemento informativo affinché possano svolgere le loro valutazioni. Pertanto, è naturale che il legislatore si preoccupi di garantire la fruibilità di tale elemento informativo, prevedendo un vincolo temporale massimo al quale il documento deve essere riferito¹⁶⁸ (si noti,

¹⁶⁶ Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 243. Prendendo ad esempio della propria illustrazione una società quotata, l'A. invita a porre mente a un ipotetico rapporto di cambio fissato ed approvato dai soci molti mesi prima dell'atto di fusione, e al successivo verificarsi di eventi che alterino significativamente il quadro nel quale tale rapporto era stato adottato. L'A. prosegue la propria analisi illustrando sinteticamente alcuni di quegli eventi che possono ricadere in tale categoria, quali «la pandemia da Covid-19, [...] rilevanti turbolenze di mercato, vicende straordinarie relative al settore in cui opera la società coinvolta in questa operazione [...], eventi straordinari della sua gestione sociale come, ad esempio, un accertamento dell'Agenzia delle entrate circa l'evasione (o l'elusione) del versamento di uno o più tributi o il passaggio in giudicato di una sentenza di condanna al pagamento di una assai significativa somma di denaro».

¹⁶⁷ L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 243 s. Osserva altresì il medesimo A. in L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 277, n. 233, come «variazioni di significatività del concambio dovute a vicende di natura ordinaria (il c.d. day-by-day), successive rispetto alla data di riferimento della relativa stima, non richiedano alcuna integrazione del rapporto di cambio». V. sul punto anche A. GENOVESE, *La decorrenza dell'effetto e la retroattività contabile della fusione*, in *Riv. soc.*, 2000, 168 ss. Osserva inoltre A. VICARI, *Commento sub art. 2501-quater c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3309, che per quanto concerne le variazioni intervenute tra la data di redazione della situazione patrimoniale e quella di redazione del progetto, gli amministratori potranno rendere note queste ultime nella propria relazione ex art. 2501-quinquies c.c. In senso conforme M. S. SPOLIDORO, *Modifiche e variazioni del rapporto di cambio*, in *La struttura finanziaria delle società di capitali – Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Giappichelli, Torino, 2011, 342.

¹⁶⁸ Nello specifico, evidenzia S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-quater, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 562, che la situazione patrimoniale si pone quale obiettivo quello di “rendere più trasparente e leggibile il processo di determinazione del rapporto di cambio”. L'A. prosegue la propria

sul punto, che l'applicabile disciplina federale statunitense prevede come i revisori contabili possano rilasciare *negative assurance letters* relativamente alle scritture contabili da loro riviste solo ove queste si riferiscano ad una *cut-off date* che si collochi entro 135 giorni dalla data di chiusura delle scritture contabili in esame).

Quanto precede conduce ad evidenziare una imprescindibile necessità, ovvero che le informazioni contabili contenute nella situazione debbano essere aggiornate e fornire un quadro quanto più completo ed utile possibile sulla condizione delle società coinvolte nella prospettata operazione straordinaria. Ciò consente, oltre ai soci, di venire incontro anche agli interessi dei creditori¹⁶⁹.

Inoltre, da una lettura della situazione patrimoniale i soci potranno determinare in autonomia i valori contabili su cui gli amministratori hanno fondato la loro determinazione del rapporto di cambio, e comprenderne con più facilità la *ratio* ed il significato.

Una ulteriore funzione svolta dalle situazioni patrimoniali può evincersi nell'esigenza di chiarire la relazione contabile che intercorre tra le varie società partecipanti alla fusione, nell'ottica di porre i terzi ed i soci nelle condizioni di comprendere più agevolmente quelli che saranno gli elementi costitutivi del primo bilancio *post-fusione*¹⁷⁰. In tale sede dovrà inoltre darsi luogo ad

disamina, sottolineando altresì come le situazioni patrimoniali possano inoltre «aiutare i soci a comprendere quanto gli amministratori, nell'esercizio della discrezionalità tecnica che la legge riconosce loro rispetto alla determinazione del rapporto di cambio, si sono distaccati dai valori contabili», mentre non sono invece ritenute utili «per capire e sindacare la congruità dei valori di scambio proposti dagli amministratori» (poiché a tal scopo, verrebbe da aggiugnere, il legislatore espressamente previsto la relazione degli esperti). In argomento, cfr. altresì L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 183.

¹⁶⁹ In particolare, i creditori avranno interesse a verificare la misura in cui la fusione incida sui patrimoni delle società coinvolte, e dunque sulle garanzie poste a tutela delle proprie pretese creditorie (anche nell'ottica di valutare l'opportunità di una potenziale opposizione a seguito dell'approvazione da parte dell'assemblea).

¹⁷⁰ Cfr. S. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, 178 ss. Rileva al riguardo P. ONIDA, *Le dimensioni del capitale d'impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Giuffrè, Milano, 1951, che le valutazioni da svolgere ai fini della realizzazione della fusione potranno essere “ben diverse da quelle che servono per la determinazione del reddito di esercizio”. Nella redazione del bilancio *post-fusione*, come d'altronde per la situazione patrimoniale, gli amministratori dovranno pertanto operare una rivalutazione delle poste mediante la considerazione degli elementi patrimoniali al loro valore corrente. Come si è avuto modo di analizzare nei paragrafi che precedono, ciò significa anche che gli amministratori dovranno indicare le variazioni patrimoniali generate dalla fusione nella propria relazione, così da informare i soci sulla congruità del rapporto di cambio proposto. Al riguardo, giova rammentare che il bilancio, rimanendo atto degli amministratori, si caratterizza pertanto come “atto di gestione”, che può dunque sempre comportare il rischio che le valutazioni ivi contenute siano frutto di congetture preordinate al perseguimento di

una definitiva risistemazione del valore effettivo del patrimonio della società ora risultante dalla fusione¹⁷¹. In sintesi, la funzione principale è tuttavia di complemento al progetto di fusione, e di fotografia aggiornata della situazione patrimoniale e finanziaria della società, così che il mercato e i soci possano utilizzare tali dati finanziari per svolgere valutazioni in merito alla fusione prospettata.

4.3. La relazione dell'organo amministrativo.

4.3.1 Il ruolo della relazione dell'organo amministrativo.

Ai sensi dell'art. 2501-*quinquies* c.c. la relazione è chiamata a illustrare e giustificare, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione ed in particolare il rapporto di cambio delle azioni o quote¹⁷². Essa rappresenta la sede naturale di tutte le summenzionate istanze in cui si è evidenziata la necessità o opportunità di una motivazione da parte degli amministratori. Per quanto riguarda specificatamente le società quotate, la Consob ha provveduto ad offrire un insieme dettagliato di indicazioni su come tale relazione dovrà essere strutturata, mediante l'allegato 3A al Regolamento Consob 11971/1999 (cosiddetto Regolamento Emittenti), che si avrà modo di analizzare più approfonditamente nel capitolo che segue¹⁷³. Tuttavia, già in questa

determinate politiche, non necessariamente volte verso l'interesse dei soci. Sul punto, cfr. F. SUPERTI-FURGA, *Le valutazioni di bilancio*, Isedi, Milano, 1979, *passim*; ID. *Il bilancio d'esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 2017, 15 ss.; G. TANTINI, *Il bilancio d'esercizio*, Padova, 1994. V. inoltre, per un commento sull'informativa supplementare prevista dall'art. 2054-bis c.c. all'interno dei prospetti contabili post-fusione delle società quotate, G. STRAMPELLI, *Commento sub art. 2504-bis, comma 4, c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Egea, Milano, 2006, 902 ss.

¹⁷¹ Osserva F. PEPE, *Studio sulle fusioni di imprese di società per azioni*, Milano, 1967, 149 che tali dati dovranno trovare «fondamento nelle previsioni degli andamenti economici futuri del nuovo complesso unitario, più vasto, a cui proprio attraverso la fusione si è inteso dare vita». In ottica conforme, v. G. SAVIOLI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè, Milano, 2020, *passim*.

¹⁷² Una ulteriore sezione della relazione dovrà invece essere dedicata all'illustrazione dei criteri utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio. In argomento v. Cass, 20 giugno 2000, in *Foro it.*, 2001, 1932 ss., con nota di Nazzicone, per il quale «la legge si astiene dal fissare criteri direttivi per la determinazione del rapporto di cambio, onde essi restano affidati alla discrezionalità tecnica (non all'arbitrio) degli amministratori».

¹⁷³ Si noti che proprio in virtù della sua analiticità e completezza, tale schema potrà essere utilizzato anche come traccia nella predisposizione delle relazioni che riguardino fusioni di società non quotate.

sede preme sottolineare la funzione essenziale della relazione agli occhi della Autorità, ossia quella di illustrare «le motivazioni, le ragioni di convenienza e di opportunità, i vincoli giuridici e le implicazioni economiche ed organizzative delle scelte operate dall'organo amministrativo nella definizione dei termini della fusione, contenuti nel progetto di fusione»¹⁷⁴. In quanto tale, la Consob cristallizza elementi ulteriori rispetto a quelli sottolineati dal codice, quali ad esempio le implicazioni economiche e le ragioni di opportunità, primariamente volte a soddisfare le peculiari esigenze informative dei soci e del mercato (pertuttavia, nulla vieta che una società chiusa si attenga a tale medesima indicazione del costruire il proprio progetto; anzi, soprattutto società chiuse che abbiano emesso titoli obbligazionari in favore di investitori istituzionali, anche se non compresi nella definizione di emittenti strumenti finanziari diffusi tra il pubblico in misura rilevante, potranno beneficiare dalle indicazioni della Consob nel delineare un progetto di fusione in linea con gli obblighi contrattuali di *reporting* e *disclosure* assunti nei confronti dei propri creditori).

Pur non essendo specificato dal legislatore se gli amministratori delle varie società partecipanti debbano condurre un lavoro congiunto (come, di norma, ci si attenderebbe invece per il progetto) o se possano procedere ad una autonoma elaborazione, appare evidente che gli amministratori di ogni società debbano operare le proprie valutazioni con un angolo visuale che privilegi la società della quale rivestono la funzione gestoria¹⁷⁵ (posto che in ultima analisi essi continuano a rispondere alla propria compagine sociale fino al completamento della fusione stessa).

¹⁷⁴ In questi termini S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 578. In argomento cfr. anche C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 292 e L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 189.

¹⁷⁵ A titolo esemplificativo, si consideri il recente esempio delle relazioni degli organi amministrativi delle società Nexi S.p.A. (incorporante) e SIA S.p.A. (incorporata). Pur mantenendo un assetto largamente simmetrico, la relazione degli amministratori di Nexi S.p.A. contiene riferimenti ad aspetti peculiari della struttura proprietaria di tale società, ed, in particolare, agli effetti della fusione sui patti parasociali rilevanti ai sensi dell'art. 122 TUF. Cfr. *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.nexi.it e *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di SIA S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.sia.it. Ad ogni modo, alcuni capitoli della relazione, come ad esempio quello relativo alla illustrazione del rapporto di cambio, devono essere sviluppati separatamente per ciascuna società coinvolta: così A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 56.

Nella prassi, ed anche in considerazione della maggiore praticità e facilità di consultazione, si riscontra una tendenza alla redazione di un medesimo documento, il quale però risulta frutto del lavoro congiunto degli amministratori delle società partecipanti. Tale documento contiene inoltre, per ciascuna società partecipante, ulteriori specifici riferimenti utili per consentire una analisi differenziata che metta in luce i vantaggi e svantaggi dell'operazione come declinati per la singola società¹⁷⁶ (ad esempio, se il vantaggio che una società chiusa può trarre da una quotata è rappresentato dal mercato cui essa offre accesso, e alle risorse che essa potrà mettere a disposizione per finanziare attività di ricerca e sviluppo, opposte potranno essere le ragioni fondanti da illustrare in una relazione che pertenga alla medesima società quotata: qui, si porrà l'accento sulle potenzialità che la società *target* individuata per l'incorporazione offre per conseguire un rafforzamento della propria posizione di mercato, e considerazioni in ordine alla scelta proprio di quel *target* rispetto a candidati alternativi).

Un elemento che assume carattere peculiare nel contesto della fusione di quotata è rappresentato dal fatto che, a differenza di quanto previsto per il progetto di fusione, la redazione della relazione potrà essere attribuita¹⁷⁷ dal consiglio di amministrazione ad un

¹⁷⁶ In argomento v. S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 589. L'A. rileva come, in tale contesto, più che di relazione comune debba piuttosto parlarsi di "una pluralità di relazioni" che dunque riflettono analisi differenti disposte tuttavia secondo un unico schema predeterminato. L'A. considera tuttavia opportuno, in linea generale, che ogni organo amministrativo dia separatamente conto ai propri azionisti, illustrando il progetto di fusione in una relazione distinta (demandando così l'eventualità di un solo documento al caso in cui ragioni di opportunità propendano per tale soluzione nel caso concreto). In senso conforme v. F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005, 135. Ravvisa invece l'opportunità di provvedere alla redazione di distinte relazioni, per lo meno con specifico riferimento alla sezione relativa al rapporto di cambio, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 190.

¹⁷⁷ In merito alla circostanza che la delega potrà avere ad oggetto anche atti di gestione straordinaria della impresa, fatte salve le riserve di legge in favore del *plenum* consiliare, v. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 177. Nel contesto della fusione, non potrebbe comunque aversi un pieno esautoramento del consiglio, rientrando la fusione espressamente all'interno del perimetro di competenza collegiale. Osserva in merito V. CALANDRA-BUONAURA, *L'amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, sez. IV, tomo 4.VI*, Giappichelli, Torino, 2019, 248, che «il problema di contenere lo strapotere dei delegati [...] si risolve più che nel fissare limiti [...], nel valorizzare la competenza concorrente e i compiti di controllo del consiglio».

organo delegato (*i.e.*, ad uno o più amministratori delegati o al comitato esecutivo, se presente)¹⁷⁸.

La circostanza che alla redazione della relazione possa procedere anche un organo delegato rappresenta un importante strumento di semplificazione e snellimento delle procedure necessarie al completamento della fusione, soprattutto nel contesto di una quotata: generalmente, gli amministratori inclusi in tale organo avranno rivestito un ruolo di primo piano nelle trattative sfociate nel progetto poi approvato dal CdA e sottoposto al vaglio assembleare, e si assume dunque che siano in una posizione privilegiata per poter, da un lato, cristallizzare all'interno del documento le ragioni sottese al completamento dell'operazione e, dall'altro lato, illustrare le motivazioni che consentono di collocare la fusione nell'alveo del perseguimento dell'interesse sociale.

Inoltre, soprattutto in contesti dagli assetti societari complessi come quelli delle società quotate, gli amministratori non esecutivi e indipendenti non sempre dispongono di una familiarità con i dati economici e finanziari della società tale da consentire una agevole redazione della relazione stessa. In questa prospettiva, devolvere la materiale preparazione della relazione all'esclusiva competenza di alcuni delegati ben può rappresentare una scelta consapevole, dettata dall'esigenza di garantire la predisposizione di un documento che soddisfi quanto più possibile le esigenze da parte del mercato di garantire trasparenza e correttezza in merito alla fusione prospettata¹⁷⁹.

In sintesi, l'*iter* classico di predisposizione del documento in tali circostanze si compone dei seguenti ulteriori passaggi: una volta predisposta, la relazione verrebbe condivisa con l'intero

¹⁷⁸ Si rileva in merito come l'elenco delle materie non suscettibili di delega destoria da parte del CdA di cui all'art. 2381, comma 4, c.c., includa il progetto di fusione ma non la relazione degli amministratori. Sulla delegabilità di tale incombenza v., *ex multis*, S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-quinquies, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 589; A. VICARI, *Commento* sub art. 2501-quinquies c.c., in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3311, M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 178; nonché G.A. RESCIO, *La fusione e scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba, M. Marasà, Cedam, Padova, 2015, 213. Si noti inoltre che, prima della riforma del 2003, la dottrina unanimemente considerava tale compito una competenza non derogabile del *plenum* consiliare (in argomento, P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 33; A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 56.

¹⁷⁹ In argomento, M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005, *passim*.

collegio, per essere discussa e approvata¹⁸⁰. Si noti come anche nel caso di redazione di una unica relazione, poi condivisa tra tutte le società coinvolte ed adattata, tale relazione comunque dovrà essere separatamente approvata dai consigli di amministrazione delle società stesse, rimanendo così in capo a tutti gli amministratori la responsabilità nei confronti di soci e terzi in merito al contenuto della medesima¹⁸¹. Appare infatti irragionevole fondare tale responsabilità unicamente sugli amministratori della società che ha eventualmente proceduto alla redazione, mentre pure non può accogliersi la tesi che vedrebbe associata a tali amministratori un grado di responsabilità più intenso rispetto a quello invece degli amministratori di altre società, che abbiano proceduto solamente ad approvare il documento ma non a redigerlo.

In questo contesto, appare interessante che il legislatore non cristallizzi, nemmeno per le quotate un ruolo *ad hoc* per il collegio sindacale quale redattore di una relazione, o di una approvazione parallela a quella degli amministratori rispetto all'insieme di documentazione informativa rivolta ai soci. L'eventualità di prevedere più che una approvazione, quantomeno un attivo e formalizzato ruolo di controllo da parte del collegio sindacale (o dell'equivalente organo di controllo per le società monistiche o dualistiche) nella predisposizione della documentazione informativa pre-assembleare rappresenta un potenziale spunto per eventuali

¹⁸⁰ La totalità del consiglio è, in ogni caso, chiamata ad assumersi la responsabilità in merito alla relazione anche in caso di delega. V. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 181, secondo il quale «del danno che dovesse derivare dalla fusione risponderà pure l'amministratore delegante, che ha approvato il progetto, a prescindere che abbia poi contribuito alla materiale redazione della relazione oppure no». Ovviamente, nel caso degli amministratori che non abbiano esercitato la delega alla predisposizione di tale documento si tratterà di responsabilità declinata in termini di colpa in vigilando. Sul tema e, più diffusamente, sui profili di responsabilità dei deleganti rispetto ai delegati, v. SPIOTTA, *L'amministrazione*, in *Il nuovo diritto societario nella dottrina*, diretto da G. Cottino *et al.*, 524. V. inoltre L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 36, che condivisibilmente ritiene «esente da colpa l'amministratore non delegato che ha approvato un progetto di fusione, redatto sulla scorta degli esiti di una relazione degli amministratori contenente errori od omissioni, se, nonostante l'accurato esame del documento, l'amministratore non delegato non poteva essere in grado di comprenderne i vizi». In relazione alla questione dell'informativa pre-consiliare in favore di quegli amministratori che non abbiano partecipato attivamente alle trattative, cfr. per tutti, ampiamente, P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in AA. VV., *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 105 ss.; F. BARACHINI, *Commento art. 2381 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 1188 ss.

¹⁸¹ Come evidenziato da S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 589.

novelle normative in materia. In una quotata, si potrebbe ad esempio prevedere espressamente la condivisione delle bozze dei documenti con i membri dell'organo di controllo, oltre ad un rafforzato sistema dei flussi informativi. Dal punto di vista dell'investitore chiamato a prendere una decisione, la circostanza che, seppur senza addivenire di una approvazione o revisione formale, il sistema normativo di predisposizione dei documenti di fusione sia stato rafforzato di modo da garantire un più attento ruolo di monitoraggio da parte del competente organo di controllo, potrà concorrere ad una valutazione meno gravosa e più efficace dell'operazione lui sottoposta.

Volendo ad ogni modo adottare un approccio più conservativo, nel silenzio della legge, è comunque preferibile ritenere che i sindaci esercitino la propria funzione di controllo rispetto a tutte le fasi del procedimento, così da assicurare il rispetto della legge e dello statuto¹⁸².

Anche rispetto alla relazione degli amministratori, il codice non stabilisce un termine entro il quale la stessa debba essere completata. Pertanto, troverà applicazione quanto stabilito in relazione al progetto e alla situazione patrimoniale, richiedendosi che anche la relazione venga depositata presso la sede di ciascuna società partecipante alla fusione almeno 30 giorni in anticipo rispetto alla data fissata per l'assemblea (così da garantire al mercato il simultaneo accesso a tutte le fonti di cui gli operatori necessitano per formare il proprio convincimento). In termini pratici, tuttavia, si ritiene giustamente che tale relazione debba necessariamente essere condivisa con gli esperti qualche giorno prima della data stabilita per il deposito unificato di tutti i documenti richiesti dagli obblighi di informativa pre-assembleare. Questo poiché la relazione degli esperti verte principalmente su una analisi di congruità del rapporto di cambio che a sua volta è illustrato e motivato nella relazione degli amministratori stessa. Pertanto, tale documento deve essere tenuto in dovuta considerazione dagli esperti nel predisporre la propria

¹⁸² Cfr. CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Principi di comportamento del Collegio sindacale di società non quotate*, aggiornamento al 12 gennaio 2021, Norma 10.4 – fusione e scissione, per il quale «in ipotesi di fusione o di scissione di società, il Collegio sindacale, nello svolgimento della funzione riconosciutagli dalla legge, vigila sull'osservanza da parte dell'organo amministrativo delle norme di legge e di statuto applicabili. Sulla base delle informazioni acquisite dall'organo amministrativo e dal soggetto incaricato della revisione legale, il Collegio sindacale verifica il rispetto dei principi di corretta amministrazione». In dottrina, non reputa necessaria una separata relazione del collegio sindacale L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 186, anche alla luce del fatto che già si prevede un ruolo di controllo da parte dell'esperto per quanto riguarda il rapporto di cambio proposto dagli amministratori.

analisi¹⁸³. Oltretutto, una relazione dell'esperto che si sa fondata anche su una lettura della relazione essere più completa e più utile al mercato rispetto ad una eventuale relazione che, non essendo stata basata anche sulle considerazioni svolte dagli amministratori, dovrà inevitabilmente essere aggiornata alla luce delle medesime (con conseguenti dispendi in termini di tempo e risorse).

4.3.2 I contenuti della relazione dell'organo amministrativo.

Per quanto riguarda i contenuti della relazione, questi si evincono in primo luogo dalla formulazione letterale della norma codicistica che ne richiede la predisposizione: su un piano generale andranno così illustrati i motivi economici e giuridici dell'operazione¹⁸⁴ mentre, su un piano particolare, l'analisi dovrà illustrare le tecniche di determinazione del concambio¹⁸⁵.

L'esigenza generale di informare i soci verrà inoltre perseguita con una chiara esposizione delle motivazioni della fusione e delle finalità che con la stessa si vogliono raggiungere¹⁸⁶.

¹⁸³ Così P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 41.

¹⁸⁴ Nonché una illustrazione degli assetti organizzativi, come risultanti dalla società incirporante o risultante dalla fusione, in particolare laddove gli stessi differiscano da quelli in essere prima che la fusione produca i propri effetti. Laddove alcune variazioni statutarie apportino apprezzabili modifiche agli assetti gestori e alle competenze assembleari (si pensi al caso di passaggio dal sistema tradizionale al sistema dualistico, e dunque alla sottrazione della nomina del consiglio di gestione e della approvazione del bilancio dalle prerogative assembleare), la relazione dovrà inoltre chiarire i motivi di opportunità che abbiano condotto gli amministratori a negoziare e proporre queste clausole. Cfr. M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336 ss.

¹⁸⁵ Dando altresì conto delle valutazioni e delle considerazioni di opportunità e convenienza negoziale che sono alla base del rapporto matematico sottoposto al vaglio assembleare, nonché le eventuali difficoltà di valutazione. Cfr. A. VICARI, *Commento sub art. 2501-quinquies c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3311. Sottolinea S. CACCHI PESSANI, *sub art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 585, che idealmente la relazione degli amministratori dovrà rappresentare un utile ausilio per ricostruire e ripercorrere l'iter logico che ha condotto gli amministratori alla determinazione dei valori di scambio con i quali propongono che la fusione venga effettuata. Sul punto, v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, *Il Sole 24 Ore*, Milano, 2002, 51 e 193 ss.; M. BERGAMASCHI, *Sulla congruità del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche*, in *Riv. dott. comm.*, 2012, 295 ss.

¹⁸⁶ Si veda, a titolo esemplificativo, la suddivisione in paragrafi delle relazioni degli amministratori di Nexi S.p.A. e SIA S.p.A. per la fusione per incorporazione della seconda nella prima. Entrambi i documenti, quale primo paragrafo, contengono una sezione denominata "Illustrazione dell'operazione e motivazione della stessa". Cfr. *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo*

A questo proposito, è ragionevole ritenere che, soprattutto nel contesto delle quotate, il giudizio del socio si soffermerà, nell'esaminare il documento, sulla valutazione di quanto la discrezionalità gestoria esercitata dagli amministratori nel determinare il perseguimento della fusione in oggetto¹⁸⁷ sia sfociata in un mero arbitrio¹⁸⁸, e non fosse invece supportata da una

alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A., consultabile all'indirizzo www.nexi.it e *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di SLA S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.sia.it.

¹⁸⁷ Cristallizzata nell'indicazione, da parte dell'organo gestorio, della *business purpose* perseguita con la fusione, ossia della motivazione economico-aziendale della stessa. L'indicazione della business purpose assume carattere ancora più pregnante se si considera che la fusione è qualificata dal legislatore come uno strumento neutro privo di una causa tipizzata dalla disciplina codicistica (potendosi pertanto utilizzare per ogni uso considerato legittimo nel nostro ordinamento). Sulla neutralità dello schema legale della fusione v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 315. Sottolinea al riguardo S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-quinquies, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 579, che l'indicazione della *business purpose* riveste fondamentale importanza nel contesto della relazione degli amministratori. In particolare, l'A. rileva che «senza conoscere le ragioni ultime che giustificano l'operazione [...] i soci non possono né valutare né sindacare [...] i due elementi cardinali della decisione di fusione: l'an dell'operazione e – dato l'intrinseco legame tra le valutazioni di fusione, il contesto in cui si collocano e le loro finalità – la congruità dei valori di scambio espressi nel rapporto di cambio delle azioni o quote». Sul punto, ed in particolare sulla sindacabilità soltanto in base ad indici esterni di manifesta irragionevolezza ed arbitrarietà, escludendosi una valutazione di merito, v. anche B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 122. In giurisprudenza, v. Cass. 21 luglio 2016, n. 15025, in *Riv. soc.*, 2017, 264 ss., con nota Petroboni; e in *Società*, 2017, 843 ss., con nota di Clarizio, secondo la quale il giudice dovrà provvedere ad un accertamento se il rapporto di cambio concretamente adottato si sia situato o meno all'interno dello spettro dei concambi possibili e plausibili. Nello stesso senso anche Cass., 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Giur. it.*, 2001, 1188 ss., con nota di Weigmann. Per una puntuale analisi delle problematiche sottese all'incongruità nel contesto della invalidità della fusione, cfr. altresì P. LUCARELLI, *Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, II, 269 ss.

¹⁸⁸ Osserva L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 224, che il nodo principale in una tale circostanza attiene al “come” gli amministratori siano giunti alla determinazione di uno specifico valore/prezzo, poi riflesso nel rapporto di cambio proposto. L'A. prosegue, sottolineando come la diligenza degli amministratori in una tale circostanza debba infatti essere misurata in un ambito come quello valutativo, che per sua stessa natura «implica l'assunzione di scelte tecnicamente complesse, le quali devono pertanto risultare frutto, necessariamente, della ponderazione di molte e diverse variabili». Parimenti viziata risulta così per l'A. anche l'eventuale relazione che presenti una determinata stima in relazione alla quale il consiglio di amministrazione «avesse applicato in maniera parziale un determinato metodo, ad esempio quello reddituale, come si verificherebbe ove gli amministratori (e i loro consulenti) avessero escluso dal periodo temporale di riferimento della stima il c.d. EBITDA dell'ultimo esercizio, in ragione della sua asserita eccezionalità e anormalità (negative) rispetto alla precedente sua serie storica» (*ibid.*, 246). In argomento cfr. altresì Trib. Brescia, 20 novembre 2008 (inedita), 25, in L.A. BIANCHI, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, Egea, Milano, 2013, 284 e spec. nota 25 (in particolare, i giudici bresciani affermano anche in sede giudiziale l'esame delle

progressione motivazionale logica e consolidata su ragioni economiche e finanziarie che ne contemplano il perseguimento come atto coerente con il perseguimento dell'oggetto sociale¹⁸⁹. Al riguardo, preme sottolineare inoltre che se l'indicazione di alcune determinate modifiche (dal carattere essenziale) in relazione è ritenuta necessaria da più parti in dottrina¹⁹⁰, l'opportunità invece di includere o meno una illustrazione anche di altre variazioni deve ricondursi alla discrezionalità dell'organo gestorio¹⁹¹.

Da ultimo, con specifico riguardo all'esposizione delle ragioni di natura economica e giuridica sottese alla fusione, è sufficiente ricordare in questa sede che gli amministratori dovranno far

metodologie adottate dal consiglio di amministrazione dovrà essere condotto mediante l'ausilio di una consulenza tecnica d'ufficio, «diretta appunto ad accertare la idoneità dei criteri seguiti e la congruità del valore di concambio adottato»). In senso adesivo rispetto ad un orientamento che giustifica una sindacabilità della congruità del rapporto di cambio in termini di mera e palese irragionevolezza, arbitrarietà e frodolenzia, v. altresì App. Torino, 15 ottobre 1992, in *Giur. it.*, 1993, I, 795 ss., in cui i giudici piemontesi argomentano come si tratterebbe in tal caso di un “valore legato a specifiche considerazioni di opportunità e convenienza”; e Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Riv. dir. comm.*, 1995, II, 372 ss.: «seppur ammissibili, gli spazi del controllo giurisprudenziale sono assai limitati e quindi assai rigorosi devono essere gli elementi probatori posti a fondamento del giudizio di “incongruità”»; Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. it.*, 2005, 306 ss., in cui si legge «spetta al giudice controllare non già il merito di scelte imprenditoriali o la giustezza assoluta del rapporto di cambio, ma la sua congruità, la coerenza in particolare tra premesse e conclusioni nella metodologia adottata per la sua determinazione». Nel senso di una sindacabilità nel merito, v. Trib. Milano, 28 settembre 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 78 ss.; Trib. Milano, 27 novembre 2008, n. 14099, in *Giustizia a Milano*, 2008, 74 ss. In argomento, cfr. anche F. FERRARA, F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Milano, 2011, *passim*.

¹⁸⁹ Cfr. A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 54. Sull'obbligo di motivazione dell'operazione di fusione all'interno della relazione cfr. altresì P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 35; M. CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, 245; R. VENTURINI, *Riflessioni sulla funzione della situazione patrimoniale di fusione*, in *Riv. dir. impr.*, 1998, 64; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 359.

¹⁹⁰ Si pensi a quei cambiamenti alla struttura giuridica di un ente determinate da regole di funzionamento delle società che prendono parte alla fusione; ad esempio, in caso di incorporazione di una S.r.l. in una S.p.A. la relazione dovrà necessariamente indicare la trasformazione delle quote della S.r.l. in azioni della S.p.A. e, a norma dell'art. 2438 c.c., stabilire se i diritti particolari dei soci siano trasformati in speciali categorie di azioni o alternativamente eliminati.

¹⁹¹ Modifiche di mera opportunità saranno dunque quelle scelte che di per sé non sono necessarie al fine di completare la fusione stessa, ma che emergono quale risultato delle trattative discrezionali condotte dagli amministratori delle società coinvolte. Si pensi, ad esempio, alla decisione di modificare la composizione del CdA, o il modello di amministrazione e controllo.

propri dei criteri di trasparenza ed inquadrare le ragioni che hanno condotto le parti alla conclusione dell'accordo, chiarendo la *business purpose* dell'operazione straordinaria stessa¹⁹².

Inoltre, dovranno essere evidenziati gli elementi che differenzieranno l'assetto giuridico della società incorporante o risultante dalla fusione da quelli delle società che prendono parte all'operazione¹⁹³.

4.3.3 La relazione dell'organo amministrativo e il rapporto di cambio.

Senza dubbio, la parte principale della relazione sarà rappresentata, come per il progetto, dalla sezione dedicata al rapporto di cambio e alla illustrazione del medesimo¹⁹⁴. Già si è detto che, da un punto di vista degli azionisti della società incorporante¹⁹⁵, esso consente di determinare

¹⁹² Così A. VICARI, *Commento sub art. 2501-quinquies c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3311. Rileva inoltre al riguardo M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 187, che le notizie tratte dalla relazione siano rilevanti non solo sul piano concettuale, ma costituiscono altresì «un importante riscontro utile ai soci per valutare in concreto i vantaggi e gli svantaggi della fusione, e specialmente profili di conflitto o sovrapposizione di interessi» così come anche «i valori assunti a riferimento ai fini della fissazione del concambio e la loro congruità, in relazione alle finalità dell'operazione». Si veda anche B. LIBONATI, *Scritti giuridici*, Giuffrè, Milano, 2011, 99. L'A. sottolinea in particolare che il progetto di fusione avrà raggiunto il proprio scopo giuridico laddove abbia delineato “cosa di nuovo e cosa di utile la società che deriverà dalla fusione offre”. Analogamente anche S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 580; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 35; M. CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, 466. Per quanto concerne le modalità espositive della *business purpose* perseguita dalla fusione, v. a titolo di esempio la *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.nexi.it, 5 s.

¹⁹³ In argomento, v. M. CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, 465 ss.; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 298.

¹⁹⁴ Cfr. M. A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 56.

¹⁹⁵ Evidenzia la caratteristica della fusione quale tipica operazione di scambio tra le compagini sociali delle società coinvolte S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 580. Lo “scambio” consiste infatti nell'acquisto da parte di tutti i soci delle società coinvolte di partecipazioni nella società risultante dalla fusione (ciò vale anche per i soci della eventuale società incorporante, posto che la stessa muta significativamente il proprio patrimonio a seguito

il sacrificio in termini di partecipazione percentuale al capitale della società post-fusione¹⁹⁶, mentre per i soci della società incorporata esso primariamente è specchio del valore attribuito alle proprie partecipazioni (unitamente alla misura dell'eventuale conguaglio in denaro)¹⁹⁷.

Nell'ambito di una fusione, l'obiettivo della valutazione del consiglio di amministrazione è tuttavia quello di stimare i valori relativi (piuttosto che quelli assoluti) del patrimonio delle società coinvolte, al fine di determinare il rapporto di cambio secondo principi di omogeneità relativa e confrontabilità dei criteri di valutazione applicati¹⁹⁸; inoltre, i valori relativi stimati non dovrebbero in linea di massima essere presi come riferimento in contesti diversi dalla fusione, posto che sono stati determinati secondo metodologie che trovano nella fusione la loro piena esplicazione¹⁹⁹.

del completamento della fusione), e, di converso, anche nella vendita delle quote da essi detenute nelle società che si uniscono per dare vita ad una entità comune.

¹⁹⁶ In ragione delle maggioranze che si propone di disegnare in sede assembleare generale sia in sede di assemblea di categoria (ove presenti o mantenute all'esito della fusione stessa).

¹⁹⁷ Rapporta tale elemento al prezzo nel contratto di compravendita C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 343 s., nonostante il prezzo nella compravendita non sia di per sé soggetto ad una valutazione di congruità da parte di un esperto indipendente (anche se spesso nelle operazioni di compravendita di pacchetti di controllo la valutazione del prezzo di vendita comprende meccanismi di *earn-out* ove, in caso di divergenze tra le parti relative alla determinazione del valore della società su cui calcolare gli eventuali conguagli di prezzo dovuti, la determinazione dei medesimi è demandata ad un esperto terzo in funzione di arbitratore). Similmente S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 580, sottolinea che il rapporto di cambio assolve alla funzione “di valore di scambio dell'operazione di fusione”. Ad ogni modo, la circostanza che il rapporto di cambio nella fusione sia soggetto ad un ulteriore livello di controllo propende per una sua determinazione quanto possibile trasparente, in conformità con criteri di conteggio contabile che siano opportunamente esposti e tracciati (nonostante non sia richiesto che siano neutri). Sull'interpretazione del “prezzo” pagato dall'incorporante quale valore economico della partecipazione da acquisire nell'incorporata al momento dell'acquisto v. già A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 181.

¹⁹⁸ Secondo P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34, i metodi utilizzati per la determinazione del rapporto di cambio potranno anche non essere improntati a criteri di omogeneità purchè siano trasparenti e la scelta di quali criteri siano stati in ultima analisi adottati appaia “riconducibile a logica”.

¹⁹⁹ Sul punto, rileva il COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, L.D.1 – (Essenzialità della sussistenza formale di un rapporto di cambio congruo e deroghe ai procedimenti di fusione o scissione – 1° pubbl. 9/08) che «gli amministratori sono ovviamente liberi di svolgere le più ampie e personali valutazioni in ordine alla determinazione del rapporto di cambio, anche attribuendo rilevanza ad elementi extrapatrimoniali o di fatto».

In un'ottica critica improntata a comprendere le modalità espositive proprie della sezione della relazione dedicata al rapporto di cambio, bisogna pertanto rilevare che le scelte operate dagli amministratori non potranno risultare né improvvisate né superficiali e, in ogni caso, dovranno essere sempre sostenute da una attenta istruttoria preventiva²⁰⁰.

A maggior ragione nel caso di una operazione rilevante quale la fusione che coinvolga almeno una società quotata, deve dunque ritenersi che (salvo ove una direzione diversa sia giustificata dalle peculiarità del caso concreto) gli amministratori debbano osservare una serie di passaggi preliminari e tappe intermedie nel percorso che conduca alla determinazione del rapporto di cambio, svolgendo una serie di analisi ulteriori e più approfondite rispetto a quelle cui sarebbero addivenuti nel contesto di una fusione tra società chiuse, anche mediante il coinvolgimento di più e diversi consulenti. Il fine ultimo, come detto, è quello di addivenire ad una raccolta di materiale preparatorio quanto più possibile completa ed approfondita. Per certi versi, tale attività preparatoria può dirsi di concorrere anche alla valutazione del profilo decisionale degli amministratori: il mercato terrà infatti in considerazione la natura dei consulenti finanziari coinvolti, il grado di esperienza di questi ultimi, nonché il grado di collaborazione prestato dal *management* in questa fase. Tali *soft skills* concorrono a determinare la *suitability* o meno del medesimo *management*.

Laddove le summenzionate misure non venissero adottate, potrebbero infatti emergere potenziali profili di responsabilità²⁰¹, nonché la concreta possibilità che i soci non diano seguito

²⁰⁰ Così L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 224.

²⁰¹ È importante ricordare anche che, soprattutto se quotate, le società coinvolte nella preliminare fase di studio di una potenziale operazione di fusione devono comunque rispettare gli obblighi legali applicabili in ipotesi a quelle decisioni di natura valutativa che impattino sulla gestione sociale, tra cui la disciplina in materia di conflitto di interessi (cfr. art. 2391 c.c.) e quella in materia di operazioni con parti correlate disciplinata dall'apposito regolamento Consob del 12 marzo 2010, n. 17221, e successive modificazioni. Tali cautele assumono particolare rilevanza nel caso in cui la fusione sia infragruppo, o coinvolga società nei cui consigli di amministrazione siedano, per lo meno in parte, i medesimi individui, con funzioni esecutive. Ai sensi dell'art. 4 del regolamento, è richiesto che gli emittenti si dotino di "procedure che assicurino la trasparenza e la correttezza sostanziale e procedurale" delle operazioni con parti correlate che pongano in essere. Tali procedure dovranno inoltre specificare "le modalità e i tempi con i quali gli amministratori o consiglieri indipendenti che esprimono pareri sulle operazioni con parti correlate". Per le operazioni di maggior rilievo invece, tra le quali rientrerebbe una potenziale fusione, "un comitato, anche appositamente costituito, composto esclusivamente da amministratori indipendenti non correlati" (cfr. art. 8) dovrà partecipare alle trattative nonché alla fase istruttoria della operazione in questione, dunque venendo coinvolto anche in quelle fasi delicate delle trattative quali, fra tutte, la determinazione del rapporto di cambio. L'approvazione da parte del CdA del progetto di fusione cui si sia addivenuti dovrà infine essere

all'operazione, ovvero che il mercato non reagisca positivamente alla stessa, con tutte le ricadute in termini reputazionali e di redditività che ne conseguirebbero²⁰².

Alla luce di quanto precede, i rispettivi consigli di amministrazione delle società coinvolte (soprattutto laddove una sia una società quotata)²⁰³ ricorrono pertanto sovente²⁰⁴ alla

subordinata ad un preventivo parere favorevole di tale comitato, potendo in mancanza di tale parere solo procedersi a condizione che si ottenga la preventiva approvazione assembleare con le modalità di cui all'art. 2364, comma 1, n. 5, c.c. In argomento, v. *ex multis* M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Giuffrè, Milano, 2020, e, per una approfondita analisi in merito alle più recenti modifiche apportate al documento normativo dalla Consob nel dicembre 2020, P. VALENSISE, I. BUI, *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHRD 2*, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it, 17 dicembre 2020. Più diffusamente sul potenziale conflitto di interesse come una forza presente all'interno delle dinamiche che determinano gli indirizzi gestori di una società di capitali cfr. P. MONTALENTI, *Il conflitto di interesse nella riforma del diritto societario*, in G. CIAN, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 197 ss. Per una analisi dei profili contabili attinenti una fusione infragruppo, v. R. PEROTTA, G. STRAMPELLI, *L'applicabilità dell'IFRS 3 in caso di passaggio dal controllo solitario al controllo congiunto. La rappresentazione contabile della successiva fusione tra società sotto il comune controllo*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 45 ss. Cfr. altresì R. PEROTTA, L. BERTOLI, *Operazioni straordinarie e patrimonio netto nel bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 5, II, 938 ss.

²⁰² Sul punto, le procedure cui attenersi nel caso concreto dovranno variare per adattarsi alle caratteristiche dell'operazione che si vuole completare. Cfr. in argomento L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 225, che non ritiene necessario formalizzare una "vera e propria procedura di determinazione (e rilevazione) di valori e/o prezzi da parte degli amministratori", alla luce delle evidenti difficoltà del ricondurre ad un unico schema profili che richiedono una differenziazione per tenere conto delle peculiarità (anche valutative) che l'analisi di ogni operazione di fusione comporta.

²⁰³ V. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 226. L'obbligo per gli amministratori di agire in maniera informata e, in determinati contesti quali quello concernente una società quotata, con diligenza qualificata, suggerisce secondo l'A. "l'opportunità, in linea di principio, del ricorso [...] all'assistenza e consulenza di esperti esterni". Unica eccezione potrebbe essere rappresentata al riguardo dal caso in cui «gli amministratori siano in grado di dimostrare il possesso di adeguate e comprovate competenze professionali sufficienti per determinarne in maniera rigorosa e attendibile il valore e/o prezzo e gli stessi non ritengano di doversi avvalere di un esperto indipendente». Ovviamente, qualora ricorra tale ipotesi gli amministratori dovranno dare compiutamente conto nel verbale delle ragioni poste a fondamento del fatto che siano in possesso di tali competenze.

²⁰⁴ Si ricorda che, di per sé, non vi è un obbligo legale gravante sul consiglio di amministrazione di acquisire consulenze ulteriori e prodromiche rispetto alla predisposizione del progetto di fusione e/o della relazione dell'organo amministrativo, quale ausilio nella determinazione del rapporto di cambio in una fusione. Piuttosto, la legge preferisce mantenere una formale libertà e discrezionalità degli amministratori, sottoponendola tuttavia a vincoli di natura tecnico-valutativa (si veda, ad esempio, la necessità di una relazione da parte di un esperto indipendente sulla congruità del rapporto di cambio). Ritiene che comunque la decisione se far ricorso o meno alla valutazione di un *advisor* esterno costituisca un passaggio necessitato nel contesto del processo di determinazione di un valore e/o prezzo da parte del CdA L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 228. Secondo l'A. determinazione, sia che sia volta nella direzione di ritenere non necessaria una *fairness opinion*

collaborazione di banche di investimento, società di consulenza e società di valutazione finanziaria, che verranno reclutate in qualità di *advisor*²⁰⁵.

Tali *advisor*, è importante notare, prestano la loro opera in via aggiuntiva ed indipendente rispetto a quella dell'esperto menzionato nella disciplina codicistica (il quale comunque è chiamato ad una valutazione che si pone necessariamente a valle di quella svolta da tali consulenti). Essi dunque forniscono un ausilio²⁰⁶, di natura non obbligatoria ma meramente eventuale e dettato da canoni di opportunità, nella determinazione del rapporto di cambio, assistendo le società alla sua fissazione secondo principi e metodi utilizzati nella prassi del

da parte di una banca di investimento, sia che ritenga invece di acquisire una tale consulenza, consente comunque al consiglio, e dunque a ciascun componente del medesimo, di “formarsi un convincimento consapevole e informato rispetto alla decisione”. Cfr. in argomento anche G. LUCCHINI, A. ABRIANI, *Valutazione d'azienda*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 71 ss.; M. DALLOCCCHIO, C. PIRRONE, *Gli aspetti negoziali delle operazioni di M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 159 ss. e spec. 162 s. Cfr. altresì M. BINI, “Fairness opinion” e bilanci, in *Società*, 2018, 752 ss.

²⁰⁵ Correttamente evidenzia S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-quinquies, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 586, che «l'attività valutativa necessaria alla determinazione del rapporto di cambio [...] è di particolare complessità tecnica, e difficilmente gli amministratori dispongono delle necessarie competenze». Spesso, si assiste alla preventiva raccolta, da parte del CdA, di una o più *fairness opinions* da parte di primarie banche d'affari, sulle quali poi viene basata la determinazione finale del rapporto di cambio prescelto per l'operazione. V. altresì L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 227. In merito alle “*fairness opinions*” rilasciate da banche di investimento o altri consulenti finanziari e i potenziali problemi di conflitti di interesse ad esse relativi, v. S.J. CLEVELAND, *An Economic and Behavioural Analysis of Investment Bankers When Delivering Fairness Opinions*, in *Alabama L. Rev.*, 2006, vol. 58, n. 2, 299 ss.; D. KIGSEN, J. QIAN, W. SONG, *Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions*, in *J. Financial Econ.*, vol. 91, n. 2, 2009; J.S. RUBENSTEIN, *Merger & Acquisition Fairness Opinions: A Critical Look at Judicial Extensions of Liability to Investment Banks*, in *Georgetown L. J.*, 2005, 1723 ss. Più in generale sul ruolo rivestito dalle banche d'affari nell'ambito delle operazioni straordinarie v. V. CAPIZZI, R. GIOVANNINI, *Il ruolo dell'Investment banking nelle operazioni di M&A: evidenze empiriche pre e post Lehman*, in *Bancaria*, 2015, fasc. 6, 18 ss.; C.A. HILL, B.J.M., SOLOMON *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, St. Paul, 2016, 10 ss.

²⁰⁶ Per quanto riguarda profili di responsabilità, gli amministratori non abdicano alla propria prerogativa gestoria per mezzo del mero rivolgersi a consulenti esterni; essi dunque continueranno a rimanere i soli responsabili nei confronti della società e dei soci per la relazione e, in particolare, per il rapporto di cambio ivi illustrato. Ovviamente, qualora emerga la potenziale inadeguatezza del rapporto di cambio, gli amministratori (e specialmente i non esecutivi) potranno far valere l'essersi rivolti all'esperienza di consulenti di spicco operanti nel settore quale importante elemento per valutare l'adempimento all'obbligo di agire in modo informato e diligente secondo l'art. 2381, comma 6, c.c. In argomento, v. S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-sexies, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 587; L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 177.

mercato²⁰⁷ (anche internazionale) in cui le società coinvolte operino, per operazioni di analoga tipologia ed entità²⁰⁸. Se il ricorso ad *advisor* in conformità a tale cornice rappresenta un fattore distintivo delle operazioni di fusione che coinvolgano almeno una quotata, sempre più frequenti appaiono le operazioni di fusione tra società chiuse in cui gli amministratori si servono anch'essi di sostegno esterno.

La scelta rispetto agli *advisor* da coinvolgere ed il perimetro del mandato ad essi affidato²⁰⁹ (che potrà anche limitarsi alla mera di una *fairness opinion*, di un *commercial* o *financial due diligence report* già rilasciati alla società, o all'approfondimento di profili non affrontati da un *advisor* precedentemente consultata) sarà demandata inevitabilmente alla discrezionalità degli amministratori, che dovranno adempiervi con diligenza al fine di non pregiudicare il delicato

²⁰⁷ Anche per questa ragione, la scelta degli *advisor* da nominare dovrà necessariamente ricadere su soggetti dotati di sufficiente autorevolezza e esperienza, che il mercato sia in grado di riconoscere ed apprezzare per la propria competenza e, idealmente, indipendenza. Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 232. L'A. condivisibilmente sottolinea che tali *advisor* dovranno inoltre possedere un «comprovato *track record* nella predisposizione di perizie e valutazioni che abbiano affrontato le medesime (o, quantomeno, analoghe) problematiche estimative rispetto a quelle che sono chiamate in causa dalla stima che devono effettuare gli amministratori». Al riguardo, spesso la scelta ricade su primarie banche di investimento, dotate di team di specialisti di settore in grado di fornire una copertura esperta ed attenta rispetto a società operanti nei più disparati segmenti di mercato, dalle tecnologie, alla finanza, fino ad *industrials* e *consumer*.

²⁰⁸ Ad esempio, nel caso della recente fusione coinvolgente la società quotata Nexi S.p.A. quale società incorporante e la società SIA S.p.A. quale società incorporata, il rapporto di cambio è stato determinato sulla base di tre distinte metodologie: (i) discounted cash flow (unlevered); (ii) multipli di mercato; e (iii) analisi di precedenti operazioni comparabili. All'esito del processo valutativo, e tenuto conto delle metodologie di valutazione nonché (se del caso) di opportune analisi di sensitività, viene determinato il rapporto di cambio inserito nella relazione degli amministratori e nel progetto di fusione. Sul tema, più diffusamente, v. S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501*-quinquies, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 581 ss. In linea generale, le singole scelte valutative dovranno inoltre essere coerenti e in armonia con il contesto di riferimento, dunque apparire logiche e in linea con l'operazione di fusione complessivamente considerata. Pertanto, nel caso di una fusione che si articoli in più operazioni tra loro distinte (quali, nel caso di Nexi S.p.A., la proposta fusione di Nexi S.p.A. con il gruppo Nets che è stata condotta in parallelo rispetto alla proposta fusione di Nexi S.p.A. con SIA S.p.A.), è necessario che i singoli rapporti di cambio proposti tengano conto di tale circostanza, e la loro determinazione sia stata effettuata anche alla luce del quadro più generale di una riorganizzazione societaria e aziendale più ampia di quella limitata al perimetro del singolo progetto di fusione.

²⁰⁹ In argomento cfr. L. GUATRI, V. UCKMAR, *Linee guida per le valutazioni economiche. Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale*, Egea, Milano, 2009, 30 ss.

ruolo protettivo che tali analisi esterne potranno svolgere in una eventuale sede di valutazione di profili di responsabilità sociale²¹⁰.

Giova qui ribadire che l'*advisor* nominato dal CdA al fine di assistere nella determinazione del rapporto di cambio e più generalmente dell'operazione di fusione prospettata non costituisce un "esperto" allo scopo dell'art. 2501-*sexies* c.c. Ciò significherà che non troveranno applicazione, in tale contesto, sia i criteri redazionali e di contenuto minimo dettati da tale norma per il parere che tale esperto è obbligato a rilasciare, sia valutazioni in merito alla "indipendenza" che un eventuale consulente esterno nominato dal CdA dovrà possedere al fine di rilasciare tale *fairness opinion*²¹¹. Ovviamente, l'assenza di un vincolo normativo non significa che il CdA potrà nominare soggetti in palese conflitto di interessi; anche in questo caso, come in numerose altre circostanze attinenti alla fusione di quotate, soccorrendo il mercato. Il rischio di una reazione negativa da parte degli investitori (e di scrutini meno accomodanti da parte di questi ultimi con riguardo alle prospettive reddituali e finanziarie poste dal *management* alla base delle proprie valutazioni) rappresenterà il più forte incentivo per la scelta di consulenti caratterizzati da professionalità e indipendenza.

Oltre a ciò, assume rilevanza il ruolo che il CdA intende riservare alla consulenza che tale *advisor* fornirà, e dunque alle modalità con cui questa verrà presentata al mercato e/o inclusa (anche mediante riferimento) all'interno della relazione collegiale. Inoltre, in considerazione del fatto che il rapporto di cambio permane un oggetto di negoziazioni, anche serrate, potrà ben

²¹⁰ V. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 231. L'A. rileva l'opportunità che la selezione dell'*advisor* avvenga all'esito di una procedura competitiva, così da operare una scelta fondata su criteri per quanto possibili di natura oggettiva e professionale. A parità di requisiti, secondo l'A. andrebbe poi preferito il consulente che comporti il minor esborso in termini di costi. In merito, potrebbe ritenersi questa come la soluzione preferibile solo laddove tale consulente già non rivesta altri incarichi che lo leghino contrattualmente alla società, potendosi alternativamente affidare l'incarico in una tale circostanza ad un soggetto esterno di eguale prestigio sul mercato ma minore capacità a dar luogo a potenziali conflitti di interesse. Per una efficace panoramica sul processo di selezione nonché sul ruolo degli *advisor* coinvolti in una operazione di M&A, v. G. LUCCHINI, M. SCARPELLI, *Origine delle operazioni di finanza straordinaria*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 23 ss. e spec. 34 ss.

²¹¹ Ciò non significa, tuttavia, che l'*advisor* eventualmente nominato non debba affatto rispondere ad alcun criterio di indipendenza. La questione è invero più sfumata, poiché spetta in ultima analisi alla società ed ai suoi amministratori il compito di stabilire, assumendosi le relative responsabilità, il grado di terzietà che l'*advisor* dovrà possedere, e se tale grado consenta di spendere sul mercato e con i propri soci l'opera prestata dal medesimo come una consulenza "indipendente". Sul punto, cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 232.

accadere che le parti rinuncino al valore massimo teorico che avrebbero potuto ottenere dall'operazione, al fine di conseguire utilità future o non immediatamente valutabili sotto il profilo patrimoniale²¹².

Sempre ponendo mente all'ambito delle quotate, è indubbio tuttavia che una consulenza accompagnata da un forte elemento di indipendenza che contraddistingua l'*advisor* rispetto alla società che ha attribuito il mandato costituisca un notevole aiuto in termini di credibilità per il CdA dell'emittente quotato che si accinga a rivolgersi alla propria compagine sociale per ottenere l'approvazione di una operazione di fusione²¹³. In argomento, si ponga mente altresì all'attenta dottrina che, nel caso in cui la fusione debba coinvolgere unicamente società quotate, aveva sottolineato che il rapporto di cambio possa anche riflettere i valori di mercato delle medesime (ove gli stessi fossero equiparabili)²¹⁴. Tale scelta, di per sé non popolare nell'attuale

²¹² V. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, *passim*; A. GENOVESE, sub *art. 2504-quater*, in *Le società per azioni- Codice Civile e norme complementari*, a cura di M. Campobasso, V. Cariello, U. Tombari, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, II, 3366 ss.; B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione fra società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 ss.; P. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 210 ss.; P. BELTRAMI, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria ex 2504-quater c.c.*, in *Riv. soc.*, 2002, 1241 ss.

²¹³ Al riguardo, assumeranno così rilevanza quali aspetti che gli analisti incaricati di seguire la società in questione includeranno nei propri reports circostanza che l'*advisor* in questione abbia o meno, al momento del conferimento dell'incarico, rapporti professionali in corso con la società, o abbia rivestito ruoli consulenziali in passato (ad esempio, nel contesto di precedenti operazioni di acquisizione o fusione scollegate rispetto a quella attuale). Cfr. in argomento L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 232. L'A. osserva che una abitudine di incarico potrebbe pregiudicare l'indipendenza dell'*advisor*, e ritiene applicabile ad una tale situazione principi come quello della "*partner rotation*" previsti a carico dei revisori degli emittenti. Tale principio rappresenta una linea guida da applicare in via sostanziale e non tanto letterale, poiché se è vero che consulenze da parte di società di revisione o di consulenza abbiano spesso un partner di riferimento, la situazione è diversa nell'ambito delle banche di investimento, poiché se il team dedicato alla consulenza è coordinato da un director o da un managing director, essi non svolgono un ruolo sovrapponibile a quello del partner di una società di revisione e/o consulenza.

²¹⁴ Così L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 269. L'A. riconosce tuttavia che, anche in tale circostanza, la decisione finale in merito alla determinazione del rapporto di cambio spetta all'organo amministrativo. Anche il ricorso al metodo dei valori di mercato delle società, qualora entrambe siano quotate, deve dunque ritenersi ricompreso nell'alveo della discrezionalità riconosciuta agli amministratori. A costoro infatti spetta «di stabilire se tale scelta conduca o meno a risultati apprezzabili e attendibili sotto il profilo valutativo, ovvero se non sia opportuno procedere alla ponderazione del risultato che si otterrebbe con tale metodo ricorrendo all'impiego di altri metodi o criteri» (ad esempio, qualora i corsi di mercato delle società partecipanti alla fusione siano influenzati da eventi esterni di carattere eccezionale). Ad ogni modo, resterebbe per gli amministratori un obbligo di «tener

clima di mercato contrassegnato da un maggiore grado di volatilità degli scambi, potrebbe tuttavia essere valutata sotto diversa luce dagli operatori qualora il *management* vi sia giunto non tanto in virtù di valutazioni interne, quanto anche tramite l'ausilio di un parere da parte di un consulente di comprovata esperienza e conoscenza del settore.

Da ultimo, deve sottolinearsi che di regola le perizie, consulenze o *fairness opinions* predisposte da *advisor* esterni per assistere il CdA nella determinazione del rapporto di cambio non vengono messe a disposizione né dei soci né del mercato, ma appunto solamente del consiglio che le abbia commissionate²¹⁵ (ovviamente, anche ai fini di informativa del mercato che si sono appena accennati, il CdA potrà menzionare di aver ottenuto valutazioni esterne all'interno della relazione stessa, così da fornire al mercato e ai soci un comfort aggiuntivo in merito all'assolvimento dei propri doveri di diligenza).

Soprattutto laddove il rapporto di cambio non sia determinato sulla base di quello proporzionalmente desumibile dalle diverse grandezze bilancistiche e reddituali delle società partecipanti alla fusione, la relazione ancor di più dovrà chiarire le ragioni per le quali l'indice di cambio in concreto adottato diverga da quello astratto, e sia più o meno sfavorevole ai soci della società incorporante o incorporata, a seconda dei casi. Dovranno inoltre indicarsi le metodologie di calcolo adottate e il risultato concreto derivato, anche a seguito di specifiche analisi di sensitività laddove più metodologie abbiano portato ad indici differenti e si sia preferito un indice rispetto ad un altro²¹⁶.

conto del prezzo di mercato, al limite decidendo di escluderne qualsiasi valorizzazione, ove ritenuto non significativo o addirittura fuorviante, nonché, correlativamente, di giustificare, nel caso dell'impiego del criterio di mercato, il "peso" attribuito a questa componente estimativa, ai fini della stima del concambio».

²¹⁵ E ciò per una precisa scelta di quasi tutti i consulenti finanziari, motivata principalmente dalla volontà di evitare qualsivoglia affidamento da parte del mercato. Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 234.

²¹⁶ O, alternativamente, l'eventuale preferenza per una combinazione tra i diversi risultati delle metodologie adottate. Sul punto, v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 205; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 325 ss. Sull'opportunità di applicare più criteri di valutazione congiuntamente v. altresì P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 325. In linea generale, una volta delineato un rapporto di cambio "teorico", ossia fondato su un numero che rifletta le diverse grandezze di valore di ciascuna delle società partecipanti alla fusione, gli amministratori provvederanno poi a scegliere un diverso coefficiente che verrà in ultima analisi adoperato nella determinazione del rapporto di cambio finale. Osserva in merito L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002,

Un interessante quanto delicato ulteriore aspetto meritevole di approfondimento è rappresentato dalla esigenza di individuare un equilibrio tra la volontà degli amministratori a mantenere riservate certe informazioni riguardanti la società, con l'opposta esigenza dei soci e del mercato ad una informazione piena e trasparente, soprattutto nel contesto del compimento di una operazione straordinaria quale la fusione. Al riguardo, una prima reazione potrebbe (condivisibilmente) consistere nel ribadire che l'esigenza di trasparenza e di informativa a vantaggio dei soci non possa essere limitata o esclusa per ragioni di riservatezza. In altri termini, e volendo operare un bilanciamento che riconosca dovuta tutela alle esigenze di riservatezza di informazioni commercialmente sensibili per la società, è possibile giungere alla conclusione che queste ultime potranno certamente applicarsi ai documenti e alle analisi di dettaglio dalle quali sono state tratte le metodologie adottate (poiché si tratta di informazioni di corredo la cui segretezza, di per se, non inficia l'analisi della *ratio* adottata dagli amministratori), ma non potranno ragionevolmente estendersi alla necessità di illustrare il peso specifico attribuito ad una metodologia piuttosto che ad un'altra, e alle ragioni per le quali il rapporto ultimamente adottato sia stato determinato in tale specifico modo²¹⁷. Un tale grado di dettaglio esula infatti da mere esigenze di trasparenza ed informazione del mercato, che a questo punto saranno già state soddisfatte; pertanto, esso rischia di risolversi in un pericoloso esercizio di *over-disclosure*, che da un lato può danneggiare la società commercialmente, e, dall'altro, determinare una aspettativa da parte del mercato (i.e., che la società abbia così dato inizio ad una prassi volta a diffondere questo tipo di informazioni, col medesimo grado di dettaglio, anche in futuro).

Si nota altresì che, di particolare rilevanza, è anche la determinazione della data su cui fondare le valutazioni e le metodologie poi adottate nella determinazione del rapporto di cambio. Al riguardo, se è vero che, per la situazione patrimoniale (di cui si è detto nel sotto paragrafo che precede), il codice specifica all'art. 2501-ter, comma 1, che la medesima deve essere «riferita a

47 ss., che la differenza tra il rapporto di cambio teorico e quello infine risultante dal progetto dovrà emergere in modo “dimostrabile e comparabile” (a 51).

²¹⁷ Rileva M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 189, come non sia possibile «illustrare e giustificare i criteri di determinazione del rapporto, e delle eventuali difficoltà di valutazione, se non si enunciano i metodi adottati per quantificarlo in concreto, previsando e rettificando le grandezze desumibili dalle situazioni patrimoniali e/o dai bilanci». In senso conforme, sottolineando che l'informativa agli azionisti non sia di regola esaustiva sul punto, mancando in particolare di esplicitare in dettaglio il processo analitico da cui è poi derivato il rapporto di cambio proposto in assemblea, M. RUTIGLIANO, *Congruità del rapporto di cambio, condivisione dei benefici attesi dalla fusione e informativa agli azionisti*, in *Amministrazione & finanza*, 2021, 50 ss.

una data non anteriore di oltre centoventi giorni al giorno in cui il progetto di fusione è depositato nella sede della società», nulla è specificato in merito alle valutazioni effettuate dagli amministratori per pervenire al rapporto di cambio (ciò anche in virtù del fatto che, in teoria, tali valutazioni possono prescindere da dati contabili ed essere fondate su metodologie di calcolo che non presuppongono una situazione patrimoniale aggiornata, come ad esempio multipli di mercato²¹⁸).

Nel caso delle società quotate, lungi da una sostanziale simultaneità della data della valutazione con quella in cui si cristallizza il rapporto di cambio proposto, si osserva nella esperienza recente una tendenza a determinare valori di concambio fondati su formule c.d. aperte, che consentono dunque di riflettere anche l'andamento delle quotazioni dei titoli delle società coinvolte successivo rispetto all'assemblea che abbia approvato il relativo rapporto²¹⁹. Alla luce di tale considerazione, la rilevanza della "data" in base alla quale fondare le valutazioni che assistono la determinazione del rapporto di cambio assume un rilievo minore di quanto si potrebbe inizialmente pensare, proprio sulla base del fatto che tali criteri hanno una intrinseca funzione previsionale e prospettiva, spesso andando a scontare flussi reddituali futuri delle società coinvolte, e dunque non essendo così dipendenti da una accurata fotografia di una situazione appartenente al passato, per quanto prossimo.

Sembra pertanto condivisibile la conclusione di quella dottrina che ritiene ricompresa nella discrezionalità tecnica degli amministratori anche la data su cui fondare (se necessario) le valutazioni prodromiche alla fissazione del rapporto di cambio; discrezionalità che ovviamente dovrà tenere in dovuta considerazione le peculiarità e caratteristiche delle metodologie adottate,

²¹⁸ D'altronde, si riteneva già nella dottrina precedente la riforma del 1991 che il rapporto di cambio debba discendere dalla effettiva consistenza del patrimonio sociale delle società partecipanti alla fusione, come risultante da situazioni patrimoniali predisposte a valori correnti in funzione della fusione G.B. PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni (appunti)*, in *Riv. soc.*, 1978, 305 ss.; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato*, XVII, 3, diretto da P. Rescigno, Utet, Torino, 1985, 357 ss.

²¹⁹ Sul punto L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 277 ss. A titolo di esempio, la *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.nexi.it, 11, prevede che l'importo definitivo di emissione delle azioni da emettersi a servizio della fusione con SIA S.p.A. da parte di Nexi S.p.A. sia stabilito in funzione di una serie di parametri, tra i quali la media del prezzo ponderato in base al volume delle transazioni delle azioni quotate di Nexi S.p.A. nei trenta giorni di negoziazione precedenti una data di riferimento predeterminata, coincidente con l'avvenuto perfezionamento della fusione di Nexi S.p.A. con la società Nets AS (così da garantire che tale media rifletta un andamento delle negoziazioni che già tenga conto del fatto che Nets AS sia stata integrata con successo).

nonché delle stime da esse derivanti²²⁰. Ovviamente, la scelta di tale data dovrà essere opportunamente motivata nella relazione. Nello specifico, la stessa dovrà evidenziare con chiarezza le ragioni che abbiano condotto alla determinazione proprio di quella data come parametro.

Da ultimo, si vuole dar conto di un ulteriore interessante orientamento, che può produrre delle peculiari conseguenze nel contesto della fusione di quotate. Si è infatti sostenuta, in dottrina, la tesi per cui la relazione debba altresì illustrare i possibili scenari alternativi per la società, laddove si registri la mancata approvazione della fusione da parte dell'assemblea²²¹. Per quanto tale tesi risulti suggestiva, è forse preferibile che agli *alternative scenarios* non venga dedicato un eccessivo grado di attenzione: dopotutto, essi non rappresentano altro che eventualità future ed incerte, quindi una loro cristallizzazione, seppur come possibili alternative, all'interno della relazione rischia di costituire una *guidance* rispetto a prossime scelte strategiche che, al momento di essere implementate, potrebbero risultare diversamente appetibili.

Avendo analizzato le principali peculiarità contenutistiche della relazione, preme ora dedicare brevi cenni alle caratteristiche relative alle modalità di approvazione.

In sede di approvazione del progetto e della relazione da parte del *plenum* consiliare, dell'insieme degli adempimenti e delle procedure summenzionate dovrà essere compiutamente dato conto nel verbale della relativa riunione, poiché tale documento, seppur non direttamente messo a disposizione dei soci e del mercato quale parte della corposa informativa cui la società quotata coinvolta nella fusione è tenuta, sicuramente rappresenta la chiave per verificare il grado di consapevolezza da parte degli amministratori e, in ultima analisi, una importante prova per dimostrare l'assolvimento dell'obbligo di aver agito in modo informato²²².

²²⁰ L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 242.

²²¹ Così S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-quinquies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 579. V. anche Trib. Milano, 10 dicembre 2007, in *Società*, 2008, 875 ss. I giudici meneghini hanno al riguardo affermato che una relazione degli amministratori non possa ritenersi esaustiva laddove contenga la sola «descrizione dell'operazione che non ne evidenzia i fini produttivi e non valuti e compari *alternative scenarios*».

²²² In questi termini L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 226 s. In sede consiliare si potrà altresì andare a evidenziare, e quindi rettificare, l'eventuale mancata osservazione nella documentazione sottoposta all'attenzione del *plenum* dei vincoli insiti nella natura della operazione che si intende svolgere. Ad esempio, per quanto concerne la fusione, può accadere che non siano stati adottati criteri omogenei per la determinazione del rapporto di

4.4. La relazione dell'esperto sulla congruità del rapporto di cambio.

4.4.1 Il ruolo della relazione e la nomina dell'esperto.

La relazione dell'esperto costituisce un chiaro sintomo della volontà del legislatore di arricchire ulteriormente l'informativa destinata ai soci, non ritenendo così sufficiente un documento potenzialmente suscettibile di parzialità come la relazione degli amministratori²²³.

Proprio per questa ragione, in fase deliberativa viene prevista una ulteriore relazione da redigersi ad opera di uno o più esperti terzi nominati dal tribunale territorialmente competente (poiché

cambio, ovvero che alcuni criteri con funzione comparativa non siano stati adoperati come dichiarato. Entrambe tali circostanze rappresentano possibili campi di indagine da parte dell'autorità giudiziaria in sede di sindacato dell'operato degli amministratori, ed è bene porvi rimedio in questa fase di approvazione collegiale che, nel più ampio contesto del procedimento di fusione tratteggiato dal codice, ne rappresenta il momento embrionale. Sul punto, v. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 245 ss.; in merito al dovere di controllo da parte del consiglio, cfr. M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, 2015, 13 ss. Per un recente contributo con una approfondita analisi dei controlli informativi demandati al *plenum*, v. altresì P. RIVA, *Ruoli di corporate governance. Aspetti organizzativi e DNF*, Egea, Milano, 2020. Sul rilievo giuridico delle previsioni dettate al riguardo dall'autodisciplina, v. da ultimo M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera, G. Presti, tomo II, *Mercati ed emittenti*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1277 ss. Sulla complessità normativa della governance generalmente riconducibile alle società quotate e per cenni sul ruolo svolto al riguardo dagli azionisti cfr. M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, Bologna, 2018, 73 ss.

²²³ La previsione del c.d. giudizio di congruità nasce, curiosamente, proprio come un obbligo relativo alle sole società quotate e dunque relativo alle operazioni di fusione oggetto della presente ricerca. L'art. 7, d.P.R. 136/75 stabiliva infatti che, nelle fusioni con società quotate fosse necessario ottenere un parere relativo alla congruità del rapporto di concambio da parte di una società di revisione. Il medesimo decreto prevedeva anche che gli amministratori illustrassero con una apposita relazione le proposte di fusione, affinché fossero poi trasmesse alla società di revisione per consentirle di redigere la propria relazione. Tale relazione doveva essere messa a disposizione della società di revisione «almeno quarantacinque giorni prima di quello dell'assemblea che deve discuterle», mentre a disposizione dei soci «durante i quindici giorni che precedono l'assemblea e finché questa non abbia deliberato». Per un commento, prevalentemente volto all'analisi del ruolo della società di revisione in un tale contesto, piuttosto che sui contorni giuridici della nozione di «congruità», v. R. NOBILI, M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975, 591 s.; S. FORTUNATO, *La certificazione del bilancio*, Jovene, Bari, 1985, 86 ss. Cfr. anche L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 12 ss.; V. PALEA, *Il rapporto di cambio nelle operazioni di fusione e scissione*, Giappichelli, Torino, 2001, 4 ss. Per un esempio di parere di congruità riguardante due società quotate, seppur bancarie, cfr. G. PELLATI, *Congruietà del rapporto di cambio nella fusione di due banche quotate*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, 2011, 871 ss.

alla fusione partecipa almeno una società quotata, indipendentemente dal fatto che sia o meno la società risultante dalla fusione)²²⁴.

Oggetto specifico di tale relazione sarà, specificatamente, il rapporto di cambio determinato dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione, e un giudizio sulla congruità del medesimo²²⁵.

In particolare, a norma dell'art. 2501-*sexies* c.c., in tale relazione gli esperti dovranno indicare: (i) il metodo o i metodi seguiti dagli amministratori per determinare il rapporto di cambio e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; e (ii) le eventuali difficoltà riscontrate nella valutazione. Gli esperti dovranno inoltre fornire un giudizio sulla congruità del metodo o metodi seguiti dagli amministratori nella determinazione del rapporto di cambio.

Nella determinazione della figura di esperto da nominare, il tribunale dovrà necessariamente scegliere un soggetto in possesso delle competenze necessarie all'espletamento dell'incarico, che si sostanzia nella detenzione di una particolare qualifica professionale quale l'iscrizione all'albo dei revisori contabili e, per le società quotate, la necessità che l'esperto sia una società di revisione sottoposta a vigilanza da parte della Consob²²⁶.

²²⁴ Alla nomina da parte del tribunale si dà luogo a seguito di specifica istanza presentata dalle società partecipanti nella forma del ricorso. Il procedimento si inquadra così tra quelli di volontaria giurisdizione, rispetto ai quali il tribunale deciderà in forma collegiale in camera di consiglio secondo quanto stabilito dall'art. 737 c.p.c. Spesso, e in particolare per fusioni complesse come quelle che coinvolgono società quotate, il ricorso conterrà un elenco di competenze che si ritiene opportuno che l'esperto ebba possedere, così che il tribunale possa tenerne conto nel formulare la propria decisione. V. L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 43 s. Si vedano al riguardo anche le recenti linee guida pubblicate dal Tribunale di Milano in relazione ai procedimenti di volontaria giurisdizione, in virtù delle quali il ricorso dovrà contenere: (i) una descrizione sufficientemente dettagliata della operazione che richiede la redazione della relazione da parte dell'esperto ovvero il richiamo alle specifiche delibere relative a tale operazione; e (ii) l'indicazione dei professionisti e/o delle società di revisione che ricoprono l'incarico di sindaco e di revisore nonché di quelli operanti quali consulenti o fornitori di servizi alla società e/o alle società correlate, onde evitare che la scelta del tribunale cada su costoro, di per sé da considerare privi del requisito di indipendenza (cfr. TRIBUNALE DI MILANO SEZIONE SPECIALIZZATA IN MATERIA D'IMPRESA B, *Linee guida per i procedimenti di volontaria giurisdizione in materia societaria*, consultabile all'indirizzo www.tribunale.milano.it).

²²⁵ Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 227. L'A. evidenzia che il parere dell'esperto assolve ad una funzione di controllo esterno ma, soprattutto successivo" rispetto al momento in cui gli amministratori hanno individuato il rapporto di cambio ritenuto da essi opportuno.

²²⁶ Rileva sul punto L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 44, che tale obbligo sussiste qualunque sia il ruolo che la società quotata riveste nella fusione. Così anche S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura

In linea generale, il tribunale dovrà procedere alla nomina di un esperto per ciascuna società partecipante alla fusione; tuttavia, il disposto codicistico prevede la possibilità che le società partecipanti possano chiedere al tribunale la nomina di uno o più esperti comuni. La nomina dell'esperto nell'ambito della fusione di società quotate comunque non è automaticamente riservata alla società investita del controllo contabile su uno o più delle società partecipanti alla fusione: il codice si limita a prevedere che l'esperto debba essere selezionato tra l'elenco speciale di soggetti sottoposti a vigilanza Consob, ma non che al tempo stesso tale entità sia già legata da un rapporto professionale e di revisione contabile con una o più di tali società²²⁷.

Al riguardo, occorre chiedersi in via preliminare quale sia il perimetro dell'ambito di applicazione di tale disciplina speciale, posto che l'art. 2501-*sexies* c.c., comma 4, riferisce l'obbligo di nominare quale esperto una società di revisione soggetta a vigilanza da parte della Consob alla "società quotata in mercati regolamentati". Non appare chiaro però se tale riferimento debba essere inteso come rivolto solo alla società risultante dalla fusione o incorporante, oppure a una qualunque delle società partecipanti, determinando così una

di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 602; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 363. Si evidenzia come tale requisito sia stato introdotto solo a partire dalla entrata in vigore della riforma del 2003, mentre la precedente formulazione del corrispondente articolo 2501-*quinquies* c.c., come introdotta dalla riforma del 1991, non prevedeva analogo obbligo. Rispetto alle società quotate, inoltre, la precedente formulazione dell'art. 158, comma 4, TUF prevedeva che la società di revisione che fosse stata incaricata del controllo di più di una delle società partecipanti alla fusione avrebbe potuto redigere la relazione di congruità del rapporto di cambio solamente per una di esse. Ora, spettando al tribunale il potere di nomina dell'esperto poiché tutte le società quotate devono necessariamente essere organizzate nella forma delle società per azioni, lo stesso tribunale potrà anche decidere sul profilo del cumulo degli incarichi prima precluso dal TUF, e ora demandato alla discrezionalità della autorità giudiziaria (pur a valle di una esplicita richiesta in tal senso da parte delle società coinvolte). Cfr. altresì F. SALERNO, *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 985 ss.; L. MIOTTO, *La cessazione dell'incarico di revisione legale per revoca, dimissioni e risoluzione consensuale*, in *Riv. soc.*, 2015, 40 ss.; V. SALAFIA, *L'interesse della Consob all'impugnazione delle delibere approvative dei bilanci delle società quotate*, in *Società*, 2013, 531 ss.; G.M. GAREGNANI, A. PASCALI, *I compiti del comitato per il controllo interno e la revisione contabile definiti dall'art. 19 del d.lgs n. 39/2010, così come modificato dal d.lgs. n. 135/2016*, in *Riv. dott. comm.*, 2017, 243 ss.; S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, 1095 ss.

²²⁷ Osserva comunque l'opportunità di un conferimento dell'incarico alla società già incaricata della revisione legale C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 364. V. anche S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-*sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 601, che sottolinea come una tale nomina, seppur non preclusa dalla lettera della legge, possa compromettere l'indipendenza del revisore.

applicazione della disciplina speciale anche laddove la società quotata cessi di essere tale all'esito della fusione. Sul punto, la prevalente dottrina ha condivisibilmente ritenuto corretta la prima interpretazione, essendo l'unica che si pone nell'ottica di garantire le esigenze di protezione degli investitori e del mercato²²⁸.

Potrà così provvedersi alla nomina di un esperto comune per tutte le società partecipanti, anche laddove tale esperto non sia investito del ruolo di operare quale revisore contabile di alcuna di esse²²⁹.

²²⁸ V. sul punto S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 604. L'A. evidenzia come, laddove si seguisse l'interpretazione alternativa, la fusione all'esito della quale la società incorporante o risultante non fosse quotata, rappresenterebbe un espediente per realizzare un delisting privo dei presidi di tutela dell'informativa ai soci e al mercato che caratterizzano la ratio della disciplina speciale applicabile in materia.

²²⁹ Si evidenzia come, prima della riforma del 2003 e della riformulazione dell'art. 2501-*sexies* c.c., autorevole dottrina ritenesse come ciascuna delle società quotate coinvolte nella fusione dovesse demandare necessariamente l'incarico alla redazione della relazione sulla congruità del rapporto di cambio al proprio revisore legale dei conti in qualità di esperto: cfr. F. CARBONETTI, *Fusione fra società quotate e individuazione della società di revisione in funzione di esperto*, in *Riv. soc.*, 1999, 1411, ripreso da R. COSTI, *Fusione fra società quotate e nomina di un esperto comune*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 637 ss. Secondo tale primo A., «se la fusione interviene fra due società quotate, i due esperti coincidono con le due società di revisione rispettivamente indicate dalla revisione contabile: non è possibile la nomina di un esperto comune». Si noti in merito che la rinunciabilità della relazione da parte dei soci è ipotesi quantomeno remota e al più teorica nel contesto delle società quotate, posto che richiederebbe il consenso unanime di tutti i soci (assai difficile da ottenere in un contesto proprietario così frazionato). Parte della dottrina mantiene tuttavia una lettura restrittiva della norma in oggetto, ritenendo dunque che l'incarico ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c. debba essere comunque conferito alla società investita della revisione contabile, essenzialmente per ragioni di opportunità e semplificazione: cfr. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 364. Vedi tuttavia altra dottrina, che invece ritiene come tale concentrazione di funzioni possa compromettere l'imparzialità della valutazione che l'esperto è chiamato a svolgere: S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 601. L'A. sottolinea altresì che un tale cumulo risulta anche poco appetibile sul piano economico, realizzando economie di scala «solo marginali, posto che da una parte il controllo legale dei conti e il giudizio di congruità sono attività che presuppongono competenze diverse, specifiche, e solo in parte fungibili [...] e, dall'altra, il patrimonio di conoscenze sui dati contabili acquisito dal revisore nell'esercizio delle sue funzioni ha una rilevanza solo accessoria rispetto all'attività e alle valutazioni sottese ad un giudizio sulla congruità del rapporto di cambio». Inoltre, si rileva come le recenti linee guida del Tribunale di Milano in relazione ai procedimenti di volontaria giurisdizione (tra i quali rientra la proposizione del ricorso per la nomina dell'esperto ai sensi dell'art. 2501-*sexies* c.c.) non ritengono possibile procedere alla nomina del revisore legale quale esperto essendo tale figura, unitamente ad altri consulenti delle società coinvolte, «di per sé da considerare privi del requisito di indipendenza» (cfr. TRIBUNALE DI MILANO SEZIONE SPECIALIZZATA IN MATERIA D'IMPRESA B, *Linee guida per i procedimenti di volontaria giurisdizione in materia societaria*, consultabile all'indirizzo www.tribunale.milano.it). Per un recente esempio, si prenda la

Si deve in merito anche osservare che il comma dell'art. 2501-*sexies* c.c. volto a disciplinare la relazione dell'esperto nel contesto delle società quotate, potrà ritenersi disciplina speciale solo per quanto concerne le qualità soggettive dell'esperto, ma non anche per quanto concerne le modalità di nomina, che dunque rimarranno regolate dalle disposizioni di carattere generale dei commi restanti, applicabili generalmente alle società per azioni²³⁰.

4.4.2 I contenuti della relazione dell'esperto.

Per quanto riguarda i contenuti della relazione, questa consisterà primariamente in un riesame dei dati e delle metodologie elaborati dagli amministratori.

Questo non andrebbe a significare che all'esperto sia richiesto sostituirsi agli amministratori²³¹, modificandone le valutazioni e sostituendo le proprie indicazioni a quelle fatte proprie

relazione dell'esperto rilasciata nel contesto della fusione per incorporazione di SIA S.p.A. in Nexi S.p.A.: in tal caso, l'esperto comune designato è PKF Italia S.p.A., ossia un soggetto differente dalle società incaricate della revisione legale di entrambe le partecipanti alla fusione (*i.e.*, rispettivamente, Deloitte per SIA e PriceWaterhouseCoopers per Nexi).

²³⁰ Ne deriva dunque che, anche per le società quotate e non solo per le S.p.A. chiuse, la nomina dell'esperto sarà prerogativa del tribunale, che però potrà solo provvedere a nominare una società di revisione soggetta a vigilanza da parte della Consob. In questo senso anche C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 363; S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 602. Tale ultimo A. sottolinea l'opportunità, nel caso di società che facciano appello al pubblico risparmio quali sono le società quotate, che la nomina dell'esperto venga mantenuta quale prerogativa dell'autorità giudiziaria, "a maggior garanzia dell'esigenza di indipendenza di giudizio dell'esperto" (602, n. 23). Come noto, un'ulteriore importante differenza tra la disciplina delle società per azioni quotate e non risiede nella obbligatorietà della relazione degli esperti, sulla quale si v. C. GHIGI, *Novità in tema di fusione e scissione: esonero dalla relazione degli esperti di cui all'art. 2501-sexies, comma 1, c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 525 ss.

²³¹ V. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 227, per il quale il parere dell'esperto non è di regola in grado di supportare direttamente le decisioni del consiglio di amministrazione ma dovrebbe, essenzialmente, oltre che "proteggere" gli amministratori, garantire i soci (e il mercato, se del caso) circa la correttezza sostanziale del risultato delle valutazioni. Osservano inoltre C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, a cura di C. Santagata, R. Santagata, G. Scognamiglio, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 376, che il compito affidato agli esperti non potrà «assimilarsi nè all'arbitrato nè alla perizia contrattuale: trattasi di una prestazione di analisi, verifica e controllo assimilabile alla certificazione».

dall'organo gestorio²³²; piuttosto, gli esperti potranno discrezionalmente determinare se nel caso concreto oggetto della loro analisi si rende necessario svolgere una ulteriore e separata considerazione dell'insieme di dati contabili e finanziari delle società coinvolte, da sovrapporre alla analisi svolta dagli amministratori, nell'ottica di verificare l'adeguatezza dell'indice di cambio determinato dai primi²³³. Pertanto, nulla vieterebbe che gli esperti possano svolgere una attività di valutazione separata, che sfoci nella individuazione di un separato rapporto di cambio da confrontare e paragonare a quello determinato dagli amministratori.

Ad ogni modo, la relazione degli esperti dovrà comunque contenere una chiara valutazione di ragionevolezza dei parametri adottati dagli amministratori, nell'ottica di assistere i soci e il mercato nel comprendere in che misura le scelte discrezionali che hanno guidato gli amministratori siano giustificate alla luce di parametri oggettivi²³⁴.

²³² L'esperto non svolge infatti attività valutativa in senso stretto, e non deve proporre un proprio rapporto di cambio alternativo rispetto a quello degli amministratori. V. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 289; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 372. Isolata risulta la posizione di M. CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Giuffrè, Milano, 2009, 261, secondo il quale l'esperto, nel caso in cui ritenga non idoneo il rapporto di cambio individuato dagli amministratori, dovrà includere nella propria relazione la misura matematica del rapporto di cambio che sarebbe scaturito laddove il metodo di determinazione ritenuto più idoneo nel caso in esame fosse stato adottato.

²³³ In questi termini M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 201. In giurisprudenza, si v. App. Torino, 24 agosto 2000, in *Riv. dir. comm.*, 2002, II, 25 ss.; in *Foro It.*, 2001, 695 ss. Secondo i giudici torinesi, sarà sufficiente che la relazione riporti solamente i valori risultanti dall'applicazione dei diversi criteri di valutazione adottati, ma non invece i calcoli stessi che a tali valori hanno condotto.

²³⁴ Cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34 ss. V. altresì S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 602 ss. L'A. condivide l'assunto in base al quale gli esperti non sarebbero tenuti a condurre una autonoma ed indipendente valutazione che sostanzialmente si sostituisca a quella già compiuta dagli amministratori, assolvendo così al proprio ruolo semplicemente limitandosi ad un astratto riscontro di congruità. Osserva in merito M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 201, che «solo rimanendo così circoscritto il campo di indagine dell'esperto revisore ed esclusa quindi una sua diretta attività valutativa, sarebbe infatti possibile assicurarli una posizione di maggiore indipendenza». Tuttavia, l'A. condivisibilmente sottolinea anche che, laddove l'esperto rivesta anche la funzione di revisore legale della società, proprio tale coincidenza «imporrebbe una attività di controllo più rigorosa nel predisporre la relazione in oggetto, un più elevato standard di responsabilità e, di riflesso, l'esigenza di condurre una verifica più attenta e raffinata». Rileva inoltre A. VICARI, *Commento sub art. 2501-sexies c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadesse, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3315, che la relazione dovrà contenere,

Nel caso in cui l'esperto rivesta, invece, anche la funzione di revisore contabile, si profilano altresì degli ulteriori elementi di complessità dovuti ad un atteso maggiore affinamento del proprio lavoro di verifica (alla luce del fatto che già possiede un insieme di informazioni relative alla società che lo pongono in posizione privilegiata nel condurre la propria valutazione)²³⁵.

Una volta delineata la cornice di massima entro la quale gli esperti dovranno fornire la propria analisi, si rende tuttavia necessario dedicare una breve disamina alla comprensione del metodo di indagine che gli stessi dovranno adottare.

Sulla base di un attento studio della relazione degli amministratori corredata dagli altri documenti predisposti nel contesto della informativa predeliberativa, gli esperti dovranno innanzitutto comprendere la *ratio* delle metodologie adottate dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio, e quindi valutarne l'adeguatezza sia in termini assoluti ma anche di fissazione pratica del rapporto matematico scelto quale rapporto di cambio. In altri termini, gli esperti dovranno esprimere il proprio giudizio di adeguatezza e ragionevolezza in relazione sia alle considerazioni generali poste dagli amministratori a base delle proprie valutazioni, sia dei precisi indici e metodi finanziari e contabili utilizzati per determinare il rapporto di cambio²³⁶.

oltre al parere sull'adeguatezza del metodo seguito dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio, anche una valutazione circa l'importanza da questi attribuita a ciascun metodo adottato.

²³⁵ Tale maggiore "analiticità" della valutazione può inoltre porsi come un utile elemento per difendersi da rilievi aventi ad oggetto potenziali conflitti di interesse e profili di responsabilità del revisore dovuti al cumulo di incarichi. V. in argomento M. CAVANNA, *La fusione*, in *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Cedam, Padova, 2011, 445, per il quale un eventuale doppio incarico al revisore di svolgere anche la relazione dell'esperto comporterà una valutazione da parte del revisore circa "l'opportunità di cumulare gli incarichi". Per una analisi specificatamente riguardante le società quotate, v. A. SACCHI, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c. e 158 comma primo T.U.I.F.*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, *Scritti in onore di Guido Rossi*, Milano, 2002, 724 ss. In giurisprudenza, cfr. Trib. Torino, 24 maggio 2000, in *Giur. comm.*, 2000, II, 637 ss., con nota di Costi.

²³⁶ Rileva in merito L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 298, che l'esperto non dovrà esprimersi solamente sulla congruità dei valori relativi della fusione come contenuti nel rapporto di cambio ma, anche sulla congruità delle valutazioni assolute delle società coinvolte operate dagli amministratori, e che sono poste alla base del rapporto di cambio. L'A. prosegue la propria analisi evidenziando altresì come seppur l'esperto non debba pronunciarsi anche sull'illustrazione delle ragioni economiche e giuridiche del progetto di fusione, esso non possa tuttavia prescindere dal far riferimento alle caratteristiche specifiche ed alle finalità dell'operazione (come esposte dagli amministratori) nello sviluppare la propria disamina. In argomento, cfr. A. VICARI, *Commento sub art. 2501-sexies c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3315 ss.

Lo scopo è dunque consentire a un socio o terzo che si trovi a rivedere la relazione di comprendere se il rapporto di cambio sia improntato a criteri logici, coerenti e non arbitrari secondo la personale competenza e sensibilità professionale dell'esperto²³⁷. Il parere dell'esperto è quindi preordinato al soddisfacimento di una esigenza eminentemente informativa (che oltretutto nelle quotate assume una dimensione ancora più ampia della mera platea sociale, posto che la relazione è posta a disposizione della Consob nell'ottica di tutela del "pubblico"). Inoltre, un eventuale parere positivo non solo agevola la comprensione del rapporto di cambio da parte dei destinatari, ma oltretutto può generare un maggiore affidamento circa la qualità dell'informativa messa a disposizione da parte degli amministratori²³⁸.

La relazione dovrà concludersi con un giudizio sulla congruità del rapporto di cambio proposto²³⁹. Si noti che il giudizio non dovrà necessariamente essere positivo al fine di

²³⁷ O, di converso, se per le medesime ragioni tale rapporto di cambio appare all'occhio dell'esperto come irragionevole, incoerente oppure ingiustificato alla luce delle metodologie adottate. In argomento, v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 28; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34 ss.; M. CARATTOZZOLO *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici, tributari*, Giuffrè, Milano, 1996, 260; A. SACCHI, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c. e 158 comma primo T.U.I.F.*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti in onore di Guido Rossi, Milano, 2002, 675 ss.

²³⁸ V. sul punto M.A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 68, secondo i quali «la funzione degli esperti non è quella di risolvere problemi di valutazione al posto degli amministratori, ma quella di informare i soci su posizioni che restano sempre, ove sorrette da adeguata informazione, suscettibili di motivata disposizione da parte degli stessi».

²³⁹ È importante mantenere distinte e non confondere la valutazione operata dall'esperto dalle *fairness opinions* e altre valutazioni operate da banche d'affari ed altri consulenti esterni a beneficio del CdA nel contesto della predisposizione del progetto di fusione. L'art. 2501-*sexies* c.c. attribuisce infatti all'esperto un ruolo specifico, cui è dedicata una disciplina peculiare. La relazione dell'esperto è infatti principalmente dedicata ad un controllo di secondo livello sulla ragionevolezza di processi valutativi implementati da altri soggetti, mentre le *fairness opinions* e gli altri pareri rilasciati al CdA si pongono spesso quale obiettivo quello di assistere la valutazione del capitale economico delle società partecipanti alla fusione, e non sono vincolati al rispetto di quanto stabilito dall'art. 2501-*sexies* c.c. In argomento, cfr. A. SACCHI, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi dell'art. 2501-quinquies c.c. e 158 comma primo T.U.I.F.*, in *Governo dell'impresa e mercato delle regole*, Scritti in onore di Guido Rossi, Milano, 2002, 692 ss. Per una interessante analisi sulle valutazioni effettuate nel contesto di una *fairness opinion* ed il contestuale ruolo degli amministratori indipendenti, v. M. BINI, *Le valutazioni di bilancio ed il ruolo dei consiglieri indipendenti. Intervento tenuto nel corso del Convegno Nazionale OIV sulla Valutazione d'azienda*, in *Società*, 2018, 1301 ss. L'A. evidenzia in particolare come ogni stima demandata ad un esperto non rappresenti affatto un "salvacondotto" per gli amministratori, richiedendosi invece a questi ultimi "un vaglio critico". In un tale contesto, secondo P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in AA. VV., *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, Giuffrè, Milano,

proseguire con il procedimento di fusione. Potrà dunque aversi uno scenario in cui l'esperto riconoscerà che i criteri adottati nella determinazione del rapporto di cambio siano coerenti e improntati a logicità, come anche uno scenario in cui formuli rilievi e critichi il rapporto di cambio per inadeguatezza.

In ogni caso, l'eventuale esito negativo della valutazione non impedirà lo svolgimento dell'assemblea dei soci, e non rappresenterà un elemento vincolante per gli stessi (tuttavia, potrà comportare potenziali conseguenze sull'andamento delle quotazioni di mercato dei titoli della società quotata coinvolta nell'operazione di fusione, e dar luogo ad eventuali domande di chiarimento rivolte agli amministratori in sede di discussione assembleare)²⁴⁰. A prescindere dal giudizio degli esperti, i soci mantengono dunque intatta la libertà di approvare il progetto di fusione così come predisposto dall'organo amministrativo, ad esempio potendolo rigettare nonostante un parere positivo oppure approvarlo nonostante un parere negativo²⁴¹. In argomento, correttamente è stato evidenziato in dottrina come «quello che rileva non è dunque l'esito del controllo tecnico, bensì il fatto che lo stesso controllo sia stato svolto, in modo da consentire ai soci di esprimere un voto avvertito, sia esso favorevole o sfavorevole all'operazione straordinaria»²⁴².

Qualora, per ragioni che possono essere anche di natura reputazionale, gli amministratori preferiscano sottoporre all'approvazione assembleare un progetto corredato da un rapporto di

2020, 120, l'amministratore di società, specialmente quotata, dovrà "saper leggere" ed, ancora di più, "saper cosa chiedere" all'esperto.

²⁴⁰ Cfr. A. VICARI, *Commento sub art. 2501-quinquies c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3315. In ogni caso, le motivazioni addotte dall'esperto a sostegno di un eventuale giudizio negativo sul rapporto di cambio rappresentano una importante fonte di sostegno per l'eventuale impugnazione della delibera di approvazione della fusione da parte dei soci dissenzienti.

²⁴¹ Si veda, sul punto, l'orientamento espresso dal COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, *Massima L.D.2 – (Legittimità dell'adozione di una decisione di fusione o scissione in presenza di un rapporto di cambio reputato non congruo dagli esperti – 1° pubbl. 9/08)*: «nel caso in cui la relazione degli esperti redatta ai sensi dell'art. 2501-sexies c.c. reputi non congruo il rapporto di cambio proposto dagli amministratori la decisione di fusione o scissione potrà essere approvata solo con il consenso di tutti i soci delle società coinvolte». La rigidità di una tale posizione risulta tuttavia isolata, e non ripresa in dottrina, ove prevale la tesi contraria. In particolare, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 289, ritiene la relazione dell'esperto un mero parere non vincolante, anche alla luce del fatto che pur in presenza di un giudizio negativo gli esperti non possono individuare un rapporto alternativo reputato corretto.

²⁴² M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 204.

cambio che ha ottenuto un giudizio negativo da parte dell'esperto, rimane da chiedersi se questo rapporto possa essere aggiornato "in corsa", senza posticipare la data dell'assemblea (ad esempio, per evitare la scadenza della relazione semestrale). In merito, se una modifica del progetto da parte degli amministratori non può essere negata in linea di principio, non deve ritenersi possibile che il concambio possa essere aggiustato "in corsa" modificando di conseguenza il progetto di fusione e la relazione degli amministratori senza però posticipare la data dell'assemblea.

Invero, proprio per mantenere inalterata la piena funzione informativa di tali documenti e garantire così al tempo stesso la trasparenza nei confronti dei soci, l'*iter* del procedimento dovrà necessariamente essere interrotto e riprendere dall'inizio, con il deposito di un nuovo progetto, di una nuova relazione degli amministratori, e lo svolgimento di una nuova analisi ad opera dell'esperto (con conseguente decorso *ex novo* dei necessari termini per lo svolgimento dell'assemblea sociale)²⁴³. Ovviamente, nella misura in cui elementi delle precedenti versioni di tali documenti risultino applicabili anche a valle delle mutate circostanze di cui gli amministratori vogliono tenere conto, tali sezioni potranno essere riprese nella nuova relazione (che dunque non dovrà necessariamente consistere in un documento *ex novo*, slegato per contenuto da quanto sia stato precedentemente predisposto).

4.4.3 I poteri informativi dell'esperto.

Proprio per consentire l'esercizio informato di tale potere di voto da parte dei soci e la predisposizione di una relazione completa e utile a tal scopo, l'art. 2501-*sexies* c.c. disciplina il conferimento agli esperti di ampi poteri informativi, cristallizzando in particolare il "diritto" (e non la mera facoltà) ad ottenere dalle società partecipanti alla fusione "tutte le informazioni ed i documenti utili", e di procedere inoltre ad ogni "necessaria verifica"²⁴⁴.

²⁴³ In questi termini, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 289.

²⁴⁴ A tal fine, la dottrina ritiene che in caso di nomina di una pluralità di esperti, i poteri informativi di ciascuno possano essere esercitati nei confronti di tutte le società partecipanti alla fusione, e non solo nei confronti della singola società che ha provveduto alla nomina. Ciò consentirebbe di evitare una lettura restrittiva della norma e al tempo stesso di garantire che l'effettivo esercizio del dovere dell'esperto non venga ostacolato dal fatto che formalmente non sia stato nominato da tutti i partecipanti. Sul punto, v. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34 ss. Ad esempio, l'esperto potrà

Dopotutto, l'attendibilità della relazione rilasciata dall'esperto è condizionata dal grado e dalla qualità della collaborazione prestata dagli amministratori e, più in generale, dalla struttura interna delle società coinvolte nella fusione: l'attendibilità dell'eventuale giudizio positivo sulla congruità del rapporto di cambio può infatti essere inficiata, anche gravemente, laddove i dati o informazioni fornite all'esperto stesso fossero non aggiornati, non veritieri o peggio ancora falsi²⁴⁵.

I poteri informativi anzidetti, analogicamente alla tutela degli interessi dei soci e del mercato alla trasparenza (di cui si è detto *supra*) devono tuttavia essere temperato con le comprensibili esigenze di segretezza che gli amministratori potrebbero opporre, legate alla volontà di mantenere riservate quelle notizie o informazioni rilevanti nel contesto delle attività gestorie e di *core business* (soprattutto in contesti, come quelli delle società quotate, ove il rischio di trarre indebiti vantaggi sul mercato o di danneggiare la società mediante la diffusione di informazioni sensibili ma non di per sé fondamentali per l'analisi del rapporto di cambio è maggiore²⁴⁶).

Al riguardo, un soddisfacente compromesso potrebbe essere raggiunto laddove l'esperto garantisca idonee misure di protezione e confidenzialità delle informazioni condivise dalle società coinvolte (che, dopotutto, non dovrebbero allontanarsi da quelle che comunque sarebbero già chiamati ad implementare in virtù di appropriate disposizioni contrattuali laddove incaricati della revisione legale dei conti, ovvero di altre attività di consulenza), e si limiti inoltre

richiedere accesso a documentazione quale budgets, piani industriali, ed altra documentazione finanziaria, legale, e tributaria predisposta nel contesto dello studio della proposta fusione: cfr. S. CACCHI PESSANI, sub art. 2501-sexies, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 610. Sottolinea la cruciale rilevanza della documentazione relativa ai piani aziendali L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 157. L'A. al riguardo evidenzia altresì l'importanza che i documenti concernenti la pianificazione dell'attività di impresa rivestono in numerose previsioni legislative. In argomento cfr. altresì R. PEROTTA, L. BERTOLI, *Assetti organizzativi, piani strategici, sistema di controllo interno e gestione dei rischi. La corporate governance a dieci anni dalla riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, n. 4, 2013, 876 ss.

²⁴⁵ Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 227.

²⁴⁶ Si consideri inoltre che, nel caso di società quotate, la condotta dell'esperto potrebbe dar luogo a potenziali profili di responsabilità penale, qualora la divulgazione non autorizzata configuri un abuso di informazioni privilegiate.

a richiedere accesso solo a quei documenti e notizie strettamente inerenti alla funzione che devono svolgere²⁴⁷.

Non si ritiene invece di poter configurare dei rimedi di carattere giurisdizionale attivabili dagli esperti nel caso di diniego da parte degli amministratori alla condivisione di un determinato documento o informazione ritenuto necessario per completare la valutazione. L'eventuale carenza di informazione derivata dalla insufficiente collaborazione degli amministratori potrà essere evidenziata nella relazione²⁴⁸ e portata così all'attenzione dei soci e degli operatori di mercato. Saranno questi ultimi a loro volta a chiederne conto agli amministratori in sede di approvazione del progetto in assemblea²⁴⁹.

In termini temporali, l'esperto dovrà da ultimo provvedere alla redazione della propria relazione successivamente alla redazione da parte dell'organo gestorio della relazione degli amministratori

²⁴⁷ V. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 368. Si pensi ad esempio alla necessità di conoscere il *business plan* interno e le strategie aziendali, laddove gli amministratori abbiano utilizzato criteri tendenti a valorizzare le prospettive reddituali dell'azienda (*i.e.*, *discounted cash flow*) e non solo i dati finanziari correnti. Osserva in merito L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021, 240, che nulla si prevede da parte del legislatore in merito ai criteri di valutazione del rapporto di cambio, che dunque "possono addirittura prescindere dai dati contabili (ad es. con l'utilizzo dei c.d. "multipli di mercato")".

²⁴⁸ Si ricorda che, nell'ambito della relazione che abbia ad oggetto la fusione di società quotate, lo schema predisposto dalla Consob richiede che l'esperto indichi esplicitamente "le limitazioni e le difficoltà incontrate dal revisore nell'espletamento dell'incarico conseguenti a situazioni particolari in esso riscontrate" nonché i "limiti specifici incontrati dal revisore nell'espletamento dell'incarico" (cfr. Consob, Comunicazione n. 73063 del 5 ottobre 2000, *Modalità di redazione delle relazioni emesse dalle società di revisione in occasione di operazioni di fusione e scissione*). Per una disamina cfr. A. SACCHI, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi degli artt. 2501-quinquies c.c. e 158, comma primo, tuif*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, 714 ss.

²⁴⁹ Di conseguenza, pur nell'assenza di rimedi formali che possano essere esperiti dagli esperti, nel valutare se negare una richiesta documentale, gli amministratori dovranno comunque prendere in considerazione le conseguenze di tale decisione e, nello specifico, il rischio che tale diniego possa tramutarsi in una esplicita denuncia contenuta nella dichiarazione stessa. Più diffusamente sul rapporto tra esperti e amministratori, v. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 367; P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 35; V. SALAFIA, *Funzione della relazione dell'esperto indicato dall'art. 2501-quinquies cod. civ.*, in *Società*, 2001, 436; F. LAURINI, *Progetto di fusione e flessibilità del procedimento*, in *Notariato*, 2000, 595. Non ritiene invece possibile che l'esperto possa rinunciare completamente alla redazione della propria relazione L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 49, profilandosi in tal caso il reato di rifiuto ingiustificato di perizia di cui all'art. 366 c.p.

e del progetto di fusione, dal momento che essa assume dati ed informazioni contenute in tali documenti²⁵⁰.

4.4.4 Rinunciabilità della relazione e diligenza richiesta all'esperto.

In merito alla rinunciabilità alla relazione degli esperti nel contesto delle società chiuse, l'intenso dibattito dottrinale scaturito a seguito della riforma del 1991, e continuato a seguito della novella del 2003, è stato sciolto dal recente d.lgs. 13 ottobre 2009, n. 147, che ora espressamente autorizza la rinuncia a patto che sia unanimemente autorizzata da parte di tutti i soci di ciascuna società coinvolta (in chiave di continuità con le soluzioni già descritte in merito alla relazione degli amministratori e alla situazione patrimoniale)²⁵¹.

Poiché la relazione degli esperti rappresenta in ultima analisi un commento ragionato della relazione degli amministratori, già si è sottolineato che l'elaborazione della prima presuppone la seconda. Pertanto, nell'esercizio della propria discrezione sulla scelta in merito ai documenti a cui rinunciare, si ritiene che i soci potranno validamente rinunciare alla relazione degli esperti, nonché alla relazione degli esperti unitamente a quella degli amministratori, ma più difficilmente potranno rinunciare solamente alla relazione degli amministratori richiedendo invece al tempo stesso la presenza della sola relazione degli esperti (non essendovi in tale scenario nessun documento su cui gli esperti potrebbero focalizzare il proprio commento, che si risolverebbe in una sostanziale analisi fondata solo sul progetto di fusione, peraltro di scarsa utilità considerando che il progetto per propria natura non rappresenta il luogo in cui svolgere approfondite considerazioni sulle ragioni a sostegno dell'adozione di un determinato rapporto di cambio)²⁵².

²⁵⁰ Ciò comporta che l'esperto dovrà idealmente tenere conto di accadimenti intercorsi tra la data dei documenti resi disponibili dagli amministratori e il momento in cui viene svolta la sua analisi. Sull'obbligo per l'esperto di tenere conto di eventi successivi v. M.S. SPOLIDORO, *Modifiche e variazioni del rapporto di cambio*, in *La struttura finanziaria delle società di capitali, Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Giappichelli, Milano, 2011, 344 ss.

²⁵¹ Per una attenta ricognizione delle diverse posizioni sostenute dalla dottrina v. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 205 ss.

²⁵² Una diversa lettura sembrerebbe tuttavia accogliere la possibilità che gli esperti si esprimano pur in assenza di una relazione degli amministratori. In tale contesto, la relazione degli esperti verrebbe considerata non tanto un'opera limitata al commento di un documento specifico (*i.e.*, la relazione degli amministratori),

L'esperto dovrà altresì provvedere al proprio compito con dovuta diligenza, pena l'insorgere di responsabilità contrattuale nei confronti della società rispetto alla quale è stato chiamato a valutare la congruità del rapporto di cambio, nonché pena l'insorgere di una responsabilità di carattere extracontrattuale nei confronti delle altre società partecipanti alla fusione (per danni derivanti sia da una erronea qualificazione di un rapporto di cambio come congruo, sia dall'aver impedito il compimento dell'operazione con una analisi che avrebbe dovuto ritenere congruo un rapporto poi oggetto di un giudizio negativo, che ha successivamente influenzato la decisione in sede assembleare di non proseguire con l'operazione)²⁵³.

5. Le fasi dell'informativa ai soci nella fusione coinvolgente società quotate. La fase deliberativa.

L'insieme degli anzidetti adempimenti informativi e dei documenti che compongono la fase predeliberativa sfocia nel momento in cui i soci di tutte le società coinvolte sono formalmente chiamati a decidere se approvare o meno la fusione proposta dagli amministratori e illustrata dal progetto di fusione, dalla relazione degli amministratori, dalla relazione dell'esperto e dalla situazione patrimoniale.

quanto invece una analisi che ovviamente riserva un ruolo di primo piano all'eventuale relazione degli amministratori, ma che in ogni caso verta su elementi che possono desumersi anche a prescindere dall'esistenza della relazione degli amministratori stessa (in primis, dal progetto di fusione, posto che il rapporto di cambio ne costituisce un elemento fondamentale). Su tali basi, un intervento degli esperti che prescinda da una relazione dell'organo amministrativo può avere natura chiarificatrice, e rappresentare un utile ausilio per meglio sviluppare e condividere dei contenuti solo succintamente esposti nel progetto di fusione. Al riguardo, osserva M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 208 ss., che, qualora i soci scelgano di rinunciare alla relazione degli amministratori ma non a quella degli esperti, sia consigliabile che «gli stessi amministratori provvedessero di loro iniziativa a redigere la relazione ex art. 2501-quinquies c.c., a prescindere da qualunque rinuncia». Individuando i soli soci quali soggetti legittimati alla rinuncia alla relazione dell'esperto, ritiene tale documento dunque non redatto nell'interesse dei creditori sociali L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 51. Sul punto anche S. CACCHI PESSANI, sub *art. 2501-sexies*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 596 ss.

²⁵³ Cfr. L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 50. Sui profili di responsabilità dell'esperto ed, in particolare, la natura contrattuale o extracontrattuale della stessa, v. A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 73 ss.

Come esposto nei precedenti paragrafi, la decisione che i soci sono chiamati ad assumere riveste carattere fondamentale nella vita delle rispettive società: tutti i precedenti adempimenti documentali sono volti allo scopo principale di garantire un esercizio del voto consapevole ed informato, che ponga in condizione di prendere la propria decisione sulla base di un adeguato corredo informativo²⁵⁴.

Da un punto di vista procedimentale, l'approvazione della fusione rientra tra le materie per le quali la decisione dei soci dovrà essere espressa in sede di assemblea straordinaria, con i relativi *quorum* e maggioranze²⁵⁵.

Alle società quotate si applica inoltre l'art. 125-*bis* TUF per quanto concerne le modalità di convocazione, che dunque dovrà avvenire mediante avviso pubblicato sul sito internet della società quotata (cfr. art. 125-*quater* TUF) entro il trentesimo giorno precedente la data dell'assemblea, nonché con le altre modalità previste dalla Consob con regolamento emanato ai sensi dell'art. 113-*ter*, comma 3, TUF, ivi inclusa la pubblicazione per estratto sui giornali

²⁵⁴ In argomento, v. G. COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2006, 662. In merito all'importanza che l'insieme di informazioni poste a disposizione dei soci riveste nella formazione della loro decisione v. M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 216. L'A. in particolare sottolinea che la decisione dei soci «può essere significativamente influenzata dalle notizie messe a disposizione dei soci stessi». Proprio per la natura delle informazioni rese disponibili ai soci nel contesto della fusione, l'A. giunge alla conclusione che la decisione finale sull'adozione o meno della delibera di fusione «sembra quasi sottolineare la volontà legislativa di riservare la decisione finale sulla fusione ad una sorta di consiglio direttivo "allargato" ai soci, più che a una assemblea».

²⁵⁵ Nelle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio (dunque incluse le quotate), l'assemblea straordinaria è regolarmente costituita in prima convocazione con la presenza di almeno la metà del capitale sociale in seconda convocazione con oltre 1/3 del capitale sociale ed in terza convocazione con almeno 1/5 del capitale sociale. In ogni caso, il quorum deliberativo è pari alla maggioranza dei 2/3 del capitale sociale rappresentato.

quotidiani²⁵⁶. L'esercizio dei propri diritti amministrativi da parte dei soci dovrà inoltre svolgersi in conformità con quanto previsto dall'art. 83-*sexies* TUF per quanto concerne la record date²⁵⁷. La decisione in ordine alla fusione, adottata dall'assemblea²⁵⁸, consisterà nella approvazione del progetto, insieme agli adattamenti e modifiche di carattere organizzativo recepiti nello stesso nonché nelle clausole del testo statutario della società risultante dalla fusione. Ai soci sarà così consentito apportare modifiche al progetto loro sottoposto, purché queste non indicano sui diritti dei soci e dei terzi (in virtù del disposto dell'art. 2502, comma 2, c.c.)²⁵⁹.

²⁵⁶ Tali modalità si pongono nell'ottica di implementare il disposto della direttiva 2007/36/CE, art. 5, comma 2, che al riguardo impone alle società quotate di emettere la convocazione dell'assemblea in modo tale da assicurare un accesso rapido e su base non discriminatoria alla medesima, non addebitando in nessun caso costi specifici ai soci per la convocazione stessa. In argomento, v. R. GUIDOTTI, *sub. art. 125-bis*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 977 s. Quanto al contenuto dell'avviso, il relativo elenco è esaustivamente indicato all'art. 125-*bis*, comma 4, TUF. Cfr. sul punto N. CIOCCA, G. MARASÀ, *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, Giappichelli, Torino, 2014, 30 ss.

²⁵⁷ In argomento e, più diffusamente, sul ruolo svolto dall'istituto della record date nel contesto delle deliberazioni assembleari nelle società quotate, v. G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto. Il fenomeno dell'“empty voting” nella prospettiva delle società quotate*, Egea, Milano, 2017, 3 ss.; F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 203 ss.; N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting, e proprietà nascosta di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, 312 ss.; M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca borsa, tit. cred.*, 2012, I, 59 ss.; M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012, 242 ss.; M. MAUGERI, *Record date e “nuova” inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 107 ss.

²⁵⁸ Sul punto, osservava G. FERRI SR., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, Giappichelli, Torino, 1985, 926, che «gli effetti caratteristici che si producono in ordine alla posizione dei soci e in ordine al patrimonio della società, non si ricollegano a un atto di volontà dei soci o a un atto di disposizione del patrimonio sociale, ma sono la conseguenza del nuovo ordinamento che le società si sono date».

²⁵⁹ Rileva M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 216 ss., che l'attuale formulazione della norma, derivata dalla riforma del 2003, rappresenta un compromesso tra istanze contrapposte volte, da un lato, ad assicurare certezza d'informazione, e dall'altro lato, ad agevolare un più celere ed efficiente completamento dell'iter di fusione. La previgente formulazione, introdotta con la riforma del 1991, prevedeva invece una semplice “approvazione” del progetto da parte dei soci. Per una analisi della posizione della dottrina maggioritaria del tempo in favore di una interpretazione restrittiva, che consentisse ai soci solamente di prendere o lasciare il progetto loro presentato, v. *ex multis*, A. SERRA, M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società*, Giappichelli, Torino, 1994, 87 ss.; G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d. lg. 1991 n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 512. *Ex multis*, ritenevano prima della riforma del 2003 che il progetto di fusione fosse immodificabile R. RORDORF, *La nuova disciplina della fusione e della scissione di società*, in *Società*, 1991, 407; G.G. PETTARIN, *Acquisizione, Fusione e Scissione di Società*, Giuffrè, Milano, 1992, 1053; G. LAURINI,

Per quanto riguarda ad ogni modo i profili maggiormente critici di tale attribuzione, ovvero quelli relativi alla natura delle modifiche che i soci potranno apportare al progetto, si ritiene preclusa la possibilità di modificare le società partecipanti alla fusione (in quanto idonea ad incidere sui diritti dei soci e dei terzi, mutando i patrimoni coinvolti nel fenomeno, nonché il valore delle partecipazioni sociali e potenzialmente anche il rapporto di cambio). Di converso, saranno invece liberamente modificabili le previsioni di carattere tecnico del progetto, quali a titolo esemplificativo le modalità di assegnazione delle azioni della società incorporante ai soci della incorporata, nonché la data a partire dalla quale tali azioni potranno partecipare agli utili. Un separato cenno merita, invece, la possibilità che i soci possano esprimersi anche in merito al rapporto di cambio, non soltanto approvando o bocciando quello loro proposto dagli amministratori, ma invece modificandolo e pertanto adottando un nuovo ed alternativo rapporto. Il tema risulta controverso, e in dottrina si sono sostenuti orientamenti divergenti. Secondo una prima lettura, la modifica del rapporto di cambio è sottratta alla discrezione dei soci poiché in tal modo la maggioranza potrebbe imporsi sulle minoranze ed adottare delle modifiche ad esse sfavorevoli²⁶⁰. A questo primo orientamento si contrappongono coloro che invece ritengono possibile l'alterazione del rapporto di cambio da parte dell'assemblea, sull'assunto che altrimenti la determinazione contenuta nel progetto e la valutazione di congruità svolta dagli esperti assumerebbero un inaccettabile carattere vincolante per i soci (che

La scissione, in *Riv. not.*, 1991, I, 610 ss.; V. AFFERNI, *Commento alla nuova disciplina della fusione*, in *Corr. Giur.*, 4, 1991, 403 ss.; M. STELLA-RICHTER JR., *In tema di modificabilità del progetto in sede assembleare di approvazione*, *Giust. civ.*, 1991, I, 794 ss. Contestavano invece il dogma della immodificabilità C. IBBA, *Scissione, scorporo e società unipersonali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 701; E. MULAS PELLERANO, *Scissione di società e tutela dei creditori*, in *Riv. not.*, 1993, 370. Una posizione simile era invece assunta con riguardo alle relazioni degli amministratori da C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 410. L'A. faceva infatti derivare dal combinato disposto degli artt. 2392, comma 1, c.c. e 1710, comma 2, c.c., l'obbligo, per gli amministratori, di integrare verbalmente la propria relazione all'atto di aprire i lavori assembleari, indicando le variazioni verificatesi.

²⁶⁰ Tale tesi, restrittiva, si pone nell'ottica di presidiare la trasparenza dell'informazione, impedendo che in sede assembleare le maggioranze possano abusare del proprio potere ed imporre un nuovo e discrezionale rapporto di cambio sprovvisto del poderoso apparato informativo che invece sosteneva il rapporto di cambio da sostituire. In argomento, v. F. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, a cura di N. Abriani *et al.*, Giuffrè, Milano, 2012, 425 ss.; M. PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 523.

invece non possono veder ridotta la propria competenza a decidere in merito all'aspetto principale della fusione)²⁶¹.

Pur ravvisandosi elementi condivisibili in entrambe le posizioni, a parere di chi scrive una possibile soluzione potrebbe essere rappresentata dalla adozione della prima tesi in linea generale, demandando una applicazione limitata della seconda tesi solo in determinate ed eccezionali circostanze. Nello specifico, per garantire certezza dell'informazione e parità di trattamento di tutti i soci, è preferibile che la maggioranza non possa entrare nel merito del rapporto di cambio, modificandone i valori matematici. Ciò non inficerebbe le prerogative dei soci, poiché vi sarebbe sempre la possibilità di rifiutare *tout court* il rapporto proposto dagli amministratori e sospendere così il procedimento di fusione. Tuttavia, un eccessivo irrigidimento causato dall'adozione di questa linea in ogni circostanza potrebbe anch'esso risultare deleterio. All'assemblea deve così ritenersi permesso di incidere sul rapporto di cambio laddove non agire in tal modo può comportare effetti distorsivi e potenzialmente dannosi per i soci: l'esempio principale al riguardo è quello di eventi inaspettati verificatisi dopo il deposito del progetto di fusione (come ad esempio delle perdite improvvise) che impattino i patrimoni delle società coinvolte in misura tale da far sì che il rapporto di cambio incluso nel progetto non sia più coerente con le metodologie che lo hanno prodotto.

In un tale scenario, deve ritenersi così possibile che i soci possano procedere ad una riquantificazione del rapporto di cambio sulla base, tuttavia, delle metodologie già individuate dagli amministratori. In altri termini, non si può ritenere consentito ai soci di adottare un nuovo rapporto frutto di un metro di valutazione non già adottato dagli amministratori per la loro iniziale valutazione.

Tale attività si sostanzierebbe pertanto in un mero aggiornamento, in un allineamento dei valori numerici a quello che gli amministratori stessi avrebbero determinato se solo l'evento inaspettato si fosse verificato al tempo in cui avevano svolto le loro iniziali analisi²⁶². In sintesi,

²⁶¹ Tale tesi, elastica, consentirebbe inoltre di tenere in considerazione nel procedimento tutte le vicende che siano occorse a seguito del deposito e conseguente pubblicazione del progetto. Così L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 60; C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 418.

²⁶² Sottolinea M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 231, che, così operando, non si muterebbero indebitamente le informazioni diffuse fino a quel momento ma, al contrario il rapporto di

da ciò deriva anche che, nel determinare il rapporto di cambio, gli amministratori debbano riferirsi a metodologie analitiche, distinguendo chiaramente le formule generali di computo del rapporto da quelli che sono i dati di fatto su cui tali formule sono state applicate, così da consentire ai soci in sede assembleare di provvedere al riallineamento del rapporto di cambio sulla base delle mutate circostanze di fatto senza variare le regole generali e l'approccio strategico fatti propri dall'organo gestorio²⁶³. In ogni caso, le summenzionate variazioni dovranno comunque essere approvate con le maggioranze previste per l'assemblea straordinaria da tutte le società partecipanti alla fusione²⁶⁴.

Una volta adottata, la delibera di fusione dovrà essere depositata ed iscritta, unitamente ai documenti elencati all'art. 2501-septies c.c.²⁶⁵, presso il competente registro delle imprese. In

cambio verrebbe ricondotto alla conservazione della sua originaria entità, così da rispecchiare nuovamente la realtà economica delle società coinvolte.

²⁶³ Ovviamente, nel caso in cui alla data di ultima iscrizione dell'atto di fusione presso il registro delle imprese si decide di procedere ad una rivalutazione del capitale economico delle società coinvolte alla data di redazione del progetto di fusione, anche il rapporto di cambio potrà subire una rivisitazione. Al riguardo, per la tesi positiva che permette una modifica al rapporto di cambio così da tenere conto degli eventi attinenti i risultati di gestione tra la data di determinazione del rapporto di cambio e quella di efficacia della fusione v. C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 297 ss. *Contra*, e dunque a sostegno della tesi sulla modificabilità del rapporto di cambio solo a seguito di eventi imprevedibili e notevoli, G.B. PORTALE, *Clausole di "retroattività" e bilanci nelle fusioni di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1983, 1281, M. CONFALONIERI, *Conferimenti e fusioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1983, 86. Ritiene che l'informazione da rendere al riguardo debba comunque ricondursi a criteri di analiticità, chiarezza ed esaustività A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004, 245 ss.

²⁶⁴ V. sul punto M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 232. L'A. auspica che, qualora ci si trovi dinnanzi ad una potenziale modifica che deve essere adottata dai soci, gli amministratori delle società coinvolte debbano non solo farne specifica menzione dell'ordine del giorno dei lavori assembleari, ma anche coordinarsi tra loro al fine di garantire l'uniformità delle varie delibere. Solo in tal modo si potrebbe difatti evitare potenziali profili di violazione delle regole poste a tutela della trasparenza ed informazione in favore dei soci.

²⁶⁵ Questi saranno le situazioni patrimoniali, le relazioni degli amministratori e degli esperti, il progetto di fusione e i bilanci degli ultimi tre esercizi delle società coinvolte. La dottrina individua, oltre a quelli esplicitamente elencati all'art.2501-septies c.c., anche un ulteriore insieme di documenti che devono essere fatti oggetto di deposito al registro delle imprese: la delibera di approvazione della situazione patrimoniale (o della relazione semestrale nel caso delle società quotate), i verbali delle deliberazioni delle eventuali assemblee speciali di categoria, nonché eventuali autorizzazioni di carattere regolamentare o antitrust richieste per il perfezionamento dell'operazione. In argomento cfr. C. CLERICI, sub *art. 2502-bis*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di L.A. Bianchi, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, Egea, Milano, 2006, 690 ss.

conformità con quanto stabilito dall'art. 20, comma 7-*bis*, D.L. 24 giugno 2014, n. 91, convertito in legge 11 agosto 2014, n. 116, tale registro delle imprese verificherà la regolarità formale della documentazione presentata, per poi procedere all'iscrizione.

L'iscrizione della deliberazione assembleare di approvazione della fusione ne sancisce l'efficacia per le società quotate, ed inoltre fa decorrere il periodo di opposizione dei terzi. Correttamente si è, sul punto, evidenziato in dottrina come l'iscrizione in oggetto scandisca nettamente l'intero procedimento di fusione: «prima, la fase predeliberativa improntata alla trasparenza a beneficio dei soci delle società partecipanti alla fusione; dopo, l'apertura ai terzi, che solo a questo punto possono conoscere i documenti sino a quel momento esclusivamente depositati presso le sedi delle società»²⁶⁶. Così centrale risulta l'iscrizione della deliberazione che, in mancanza, non potrà perfezionarsi la fusione e al notaio sarà preclusa la possibilità di procedere alla predisposizione del relativo atto²⁶⁷.

²⁶⁶ M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018, 235 s.

²⁶⁷ Da essa infatti dipendono non solo il controllo notarile in sede di redazione del verbale assembleare, ma anche il controllo formale del registro in fase di deposito, e le esigenze di tutela dei creditori e dei soci dissenzienti, assenti o astenuti, le cui prerogative di impugnativa decorrono tutte a partire dall'iscrizione. V. P. Marchetti, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 23; F. LAURINI, *La funzione informativa del progetto di fusione*, in *Società*, 1992, 1005. Si noti che, nelle società quotate, competerà ai sensi dell'art. 2437-*quinquies* c.c. ai soci che non hanno concorso all'approvazione della fusione il diritto di recesso, qualora la fusione stessa, una volta completata, produca l'esclusione della società dalla quotazione. Diversamente, la fusione non giustifica alcun diritto di recesso del socio, né si ammette nelle società quotate la possibilità che tale diritto di recesso sia volutamente introdotto con apposita clausola statutaria (rappresentando quella contenuta all'art. 2437-*quinquies* c.c. l'unica ipotesi di recesso applicabile). In argomento, cfr. V. SALAFIA, *Il recesso dei soci dalla società per azioni e a responsabilità limitata*, in *Società*, 2012, 540 ss.; ID, *Recesso unilaterale dall'accordo di fusione dopo l'approvazione del progetto e prima della stipulazione dell'atto*, in *Società*, 2015, 401 ss. Più in generale sulle funzioni del diritto di recesso nella disciplina *post-riforma*, nell'ottica di liquidazione della partecipazione delle minoranze, cfr. V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Giappichelli, Torino, 2018, 67 ss.; A. TOFFOLETTO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2004.

CAPITOLO SECONDO

OPERAZIONI DI FUSIONE E SOCIETÀ QUOTATE. PROFILI DI DISCIPLINA SPECIALE E COMUNITARIA

SOMMARIO: 1. Informazione al pubblico e società quotate nella dimensione nazionale. – 1.1 La recente evoluzione del panorama normativo. – 1.2. Il perimetro di applicazione della questione in esame. – 1.3 La criticità degli obblighi informativi degli emittenti nel contesto della fusione. – 1.4. Le indicazioni della Consob rispetto alla redazione della relazione dell'esperto. – 1.5. Le indicazioni della Consob rispetto alla redazione della relazione degli amministratori. – 1.6. Le fusioni “significative” e l’obbligo di predisposizione del “documento informativo”. 1.7. L’art. 117-bis TUF e le operazioni di fusione fra società quotata e società non quotata. – 2. La dimensione comunitaria. Novità e aspetti critici. – 2.1. Le disposizioni in materia di prospetto. – 2.2. I criteri e i principi di redazione del documento di esenzione. – 2.3. I profili informativi del documento di esenzione: peculiarità e aspetti critici.

1. Informazione al pubblico e società quotate nella dimensione nazionale.

1.1 La recente evoluzione del panorama normativo.

Già si è avuto modo di accennare alla circostanza che le operazioni di fusione coinvolgenti società quotate²⁶⁸ sono soggette a speciali obblighi informativi nei confronti del pubblico e della Consob ai sensi degli artt. 114 e 115 TUF, e 70 Regolamento Emittenti²⁶⁹.

La disciplina dettata in materia di informazione societaria rappresenta uno dei caratteri fondamentali che più caratterizzano le società con azioni quotate²⁷⁰ e ha subito, sia nel contesto nazionale sia in quello comunitario, una costante evoluzione normativa, particolarmente acceleratasi negli ultimi anni²⁷¹. Un tale fenomeno espansivo ha contribuito alla nascita di una

²⁶⁸ Sulla distinzione tra le società appena richiamate e le società chiuse v., in generale, R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 65 ss.; F. GALGANO, *Società con titoli quotati in borsa* (ad vocem), in *Enc. giur.*, XXIX, Treccani, Roma, 1993, 1; P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 562 ss.; M. NOTARI, sub *art. 119*, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, Egea-Giuffrè, Milano, 1999, 753 ss.; G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Utet, Torino, 2007, 57 ss.

²⁶⁹ Sul rapporto più in generale tra le norme di diritto societario e il sistema normativo volto alla disciplina dei mercati finanziari, v. ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1997, 57; F. DENOZZA, *Verso il tramonto dell'“interesse sociale”?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, Jovene, Napoli, 2011, 77 ss.; G. PRESTI, *La riforma e le società quotate*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2004, 41 ss. Sottolinea la diversità degli interessi degli azionisti delle società chiuse rispetto a quelli dei soci delle società aperte R. COSTI, *L'interesse sociale nella riforma del diritto azionario*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a P. Marchetti*, Giuffrè, Milano 2010, 253 ss. Osserva R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il Kaleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 153, come «[l]e informazioni che un emittente fornisce al mercato sono uno strumento che tende a favorire la funzione informativa del mercato, a sua volta indispensabile per assicurare la funzione allocativa dello stesso, altresì condizionata dalla capacità dei prezzi che si formano sul mercato di riflettere le informazioni che lo stesso possiede». Rileva la centralità rivestita dall'informazione per comprendere lo statuto delle società quotate anche R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773 ss.

²⁷⁰ Ritiene che rappresenti un aspetto «coessenziale alla quotazione e alla negoziazione dei titoli» M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, Bologna, 2018, 33. Cfr. altresì, soprattutto nell'ottica del ruolo fondamentale svolto dal consiglio di amministrazione nel gestire e rafforzare tale flusso informativo, P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, I, 779 ss.

²⁷¹ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, 1 ss. Tra i fattori che hanno concorso a tale fenomeno acceleratorio l'A. annovera il progredire dell'integrazione comunitaria e le

normativa complessa con molteplici articolazioni, che, oltre all'informazione, investe profili relativi ai soggetti da cui tale informazione proviene o a cui è rivolta (emittenti ed intermediari), nonché gli strumenti finanziari cui tale informazione attiene. Al riguardo, un carattere sempre più evidente nella normativa di più recente produzione è la chiara impronta comunitaria²⁷².

Se dunque nelle società chiuse i momenti di informativa rappresentano delle occasioni speciali, contrassegnate da accadimenti di grande rilevanza per la società, nella dimensione delle quotate l'informazione assume una connotazione più estesa, continua, che tuttavia sempre dedica un ruolo speciale a quegli eventi che già nella disciplina di diritto comune godono di particolare attenzione da parte del legislatore.

Proprio il carattere della quotazione dei propri strumenti finanziari sul mercato implica l'assunzione di un obbligo da parte della società: quello di farsi controparte attiva e in buona fede degli operatori, analisti e investitori²⁷³, producendo un flusso informativo che da un lato assista il mercato a funzionare efficacemente, e dall'altro consenta l'adozione di scelte di investimento sorrette da una adeguata base informativa (demolendo eventuali asimmetrie o altre distorsioni causate da *insiders*)²⁷⁴. Inoltre, nel sistema delle società quotate, il profilo della

conseguenti necessità di adattamento al diritto europeo, la crescente integrazione tra i mercati finanziari degli Stati Membri, il costante sviluppo di nuovi e più complessi prodotti finanziari, nonché la crescente attenzione per profili relativi alla tutela dei risparmiatori e del mercato. In argomento cfr. altresì G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 6 ss., S.M. CARBONE, *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e ordinamenti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2000, 457 ss., L. ENRIQUES, *Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari*, in *Aa. Vv.*, *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Markets Union?*, in Banca d'Italia, Quaderni Giuridici, n. 86/2019, 109 ss., G. FERRARINI, *Il testo unico della finanza 20 anni dopo*, in *Aa. Vv.*, *a 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Markets Union?*, in Banca d'Italia, Quaderni Giuridici, n. 86/2019, 37 ss.; A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, Giappichelli, Torino, 2018, *passim*.

²⁷² Cfr. E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, in *European Company & Fin. L. Rev.*, 2009, 440 ss.

²⁷³ Intesi come quei soggetti il cui rapporto con la società è destinato ad essere disciplinato nell'alveo delle norme applicabili al fenomeno societario, e non da clausole di natura contrattuale volte a regolare il rapporto su base bilaterale con la società medesima. In argomento, cfr. altresì R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il Caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 153, che sottolinea come l'emittente abbia un vero e proprio interesse a "farsi conoscere" dal mercato.

²⁷⁴ In argomento, v. A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della "pressure to tender"*, in *Giur. comm.*, 2014, n. 1, I, 96 ss.; e anche A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, Giappichelli, Torino, 2018, 33. L'A. rileva come le società quotate siano considerate sempre più un mero *financing vehicle* dalla comunità degli investitori che vi contribuiscono al finanziamento. Cfr. altresì N. ABRIANI, *Le azioni e*

tutela della posizione del singolo socio nella propria dimensione individuale viene inserito in un contesto caratterizzato da una maggiore “finanziarizzazione” del fenomeno partecipativo²⁷⁵.

gli altri strumenti finanziari, in *Le società per azioni*, a cura di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo 1, Cedam, Padova, 2010, 243 ss.; G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 806 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 ss.; M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010, 18 ss. Definisce la società per azioni, soprattutto quotata, una “comunità di rischio” tra tutti gli investitori (intesi come fornitori di capitale) nella medesima U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 998, nonché G. FERRI SR., *Le società*, in *Trattato di Diritto Civile Italiano*, diretto da F. Vassalli, Utet, Torino, 1985, 524 ss., il quale tuttavia dalla constatazione dell’esistenza di una siffatta “comunità di rischio” deriva la non estraneità del rapporto obbligatorio a quello sociale. In argomento, v. anche M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001, 109 ss.; M. S. SPOLIDORO, *Capitale sociale* (ad vocem), in *Enc. dir. agg.*, IV, Giuffrè, Milano, 2000, 207. Secondo tale A., per quanto riguarda la società per azioni con azioni diffuse, «gli stessi azionisti sono dei fornitori di finanziamenti, i quali - in regione della loro sottoposizione al rischio di impresa - vengono dotati di un diritto di partecipazione alle decisioni di gestione dell’impresa stessa e sulla sua organizzazione strutturale. Se ci si pone in questo ordine di idee, il rapporto fra creditori esterni e soci è in realtà un rapporto fra diverse classi di finanziatori dell’impresa, che concorrono fra loro secondo un certo ordine di rango».

²⁷⁵ Sul punto v., *ex multis*, P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 489 ss. L’A. evidenzia, per quanto concerne le società quotate, la «prospettiva di disinvestimento tramite operazioni di mercato secondario [...] esaltata dalla conformazione - che è resa simile a una merce - e dalla negoziabilità di questa “merce finanziaria” su mercati istituzionali». In argomento cfr. altresì M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899 ss. L’A. rileva come la regola di parità di trattamento di cui all’art. 92 TUF sarebbe primariamente diretta a tutelare i soli interessi di natura patrimoniale dei finanziatori della società quotata, pertanto ponendo l’accento non tanto sul momento di contribuzione dei soci alla formazione della volontà dell’impresa, quanto al perseguimento di una remunerazione finanziaria del proprio investimento. Tale riflessione assume una valenza peculiare nell’ambito della fusione di quotate, posto che se nel contesto codicistico l’informativa è volta primariamente a consentire ai soci la formazione della propria volontà in un’ottica anche di partecipazione alla formazione della strategia imprenditoriale futura dell’impresa, nel contesto delle quotate l’informativa sembra essere principalmente volta a fornire un utile strumento per compiere delle scelte eminentemente finanziarie relative all’investimento stesso rappresentato dalla società in questione. L’A. rileva altresì, a 903, come «nelle società quotate il pari trattamento degli azionisti è garantito non tanto quando concorrono, come parti del contratto sociale, a formarne la volontà ed a gestirne l’impresa, ma quando, portatori di valori mobiliari da essa emessi, perseguono la remunerazione sul mercato finanziario del loro investimento». Cfr. da ultimo anche G. D’ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2007, 2 ss.; F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.

Si veda altresì, in particolare sull’ampliamento delle possibili conformazioni finanziarie delle società per azioni a seguito della Riforma del 2003 (con conseguenti ricadute in termini di esigenze informative) cfr. altresì P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 673 ss.; P. SPADA, *C’era una volta la società*, in *Riv. not.*, 2004, 1 ss.; G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria della società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605 ss., specificatamente per quanto concerne la nozione di “struttura finanziaria” nel contesto della società per azioni post-riforma.

L'ampliamento dei canali di finanziamento messi a disposizione delle società, soprattutto quotate, ha inoltre determinato una accelerazione della crisi del classico criterio dell'interesse dei soci inteso come aspetto monolitico, insuscettibile di sfaccettature alla luce delle rispettive caratteristiche che tali partecipazioni potranno rivestire²⁷⁶.

Nell'ordinamento italiano, questo obiettivo è imperniato principalmente intorno all'art. 114 TUF, al quale si riconduce gran parte dell'intero sistema informativo presente nella disciplina dei mercati finanziari²⁷⁷. L'art. 114, comma 1, TUF impone infatti agli emittenti l'obbligo di comunicare al pubblico, quanto prima possibile²⁷⁸, fatti e notizie di natura "price sensitive" che riguardino direttamente l'emittente ai sensi dell'art. 17, paragrafo 1, MAR. A titolo esemplificativo, tra gli eventi ai quali è possibile attribuire rilevanza ai fini degli obblighi di comunicazione discendenti dalla MAR, rientrano le operazioni straordinarie (tra cui, dunque, anche la fusione)²⁷⁹. La *ratio* di una tale impalcatura normativa è così di unire l'insieme di transazioni completate sui mercati finanziari con una conoscenza sufficiente e protratta nel tempo di quelli che sono accadimenti, *performance*, risultati rilevanti che riguardano le società quotate, al fine, in ultima analisi, di poterne meglio apprezzare e valutare attività, qualità del reddito, ed altri indicatori operativi e finanziari. Un eventuale *deficit* di informazione, particolarmente in occasione di eventi con la capacità di riverberarsi significativamente sulle capacità di un operatore di valutare compiutamente una società, comporterebbe una incertezza che il legislatore (sia nazionale sia comunitario) intendono prevenire con ogni strumento loro disponibile²⁸⁰.

²⁷⁶ Cfr. in argomento G.C.M. RIVOLTA, *Sulle tipologie partecipative nel nuovo diritto delle società*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 1, Utet, Torino, 2014, 423 ss.; P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 798 ss.; F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, 668 ss.; M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Giaplichelli, Torino, 2006, 207 ss.

²⁷⁷ Cfr. R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 776.

²⁷⁸ Tale circostanza costituisce un principale elemento distintivo della disciplina relativa all'informazione continua con quella relativa all'informazione episodica di carattere eccezionale, applicabile in via aggiuntiva nel caso della fusione.

²⁷⁹ La nozione di "operazione straordinaria" deriva dalla scienza aziendalistica, e caratterizza dei fenomeni attinenti la vita di una impresa che si contraddistinguono per non appartenere alla "gestione ordinaria" della medesima. Cfr. S. LABORY, *Società, operazioni straordinarie su*, (ad vocem), in *Dizionario di Economia e Finanza Treccani*, 2012, consultabile all'indirizzo www.treccani.it.

²⁸⁰ Cfr. F. ANNUNZIATA, M. VENTORUZZO, *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, a cura di M.V. Benedettelli e M. Lamandini, Utet, Milano, 2016, 414 ss.

L'adempimento da parte dell'emittente degli obblighi informativi connessi alla fusione richiede una attenta gestione della comunicazione, che non ha equivalente nella disciplina delle società chiuse (seppure, in tale contesto, già per le fusioni è prevista una informativa rafforzata)²⁸¹. Particolarmente rilevante sarà, per l'organo amministrativo, conciliare l'esigenza ad una piena informativa con richieste da parte dei destinatari di tali informazioni che potrebbero non limitarsi agli aspetti puramente commerciali e finanziari, ad esempio richiedendo una robusta *disclosure* anche dei profili inerenti alla sostenibilità²⁸² (non solo finanziaria) della prospettata fusione²⁸³.

In linea generale, il rispetto da parte delle società quotate delle regole poste dal Regolamento Emittenti a presidio della corretta informativa nell'ambito delle operazioni straordinarie non influisce sull'obbligo di informazione che scaturisce dall'art. 114 TUF e dall'art. 17 MAR per quanto concerne le informazioni privilegiate. L'informativa regolamentare propria dell'ordinamento italiano andrà dunque a sovrapporsi rispetto a quella cui l'emittente sarebbe già tenuto in virtù della disciplina comunitaria.

Se alla analisi dei profili informativi in materia di fusione discendenti dalla disciplina MAR è dedicato il prossimo capitolo della presente opera, già in questa sede si può tuttavia evidenziare come tale cumulo non rappresenti affatto un cortocircuito del sistema, che obbliga l'emittente a moltiplicare sforzi e dunque risorse da dedicare ai fini di informazione al mercato. L'informativa dettata dalla disciplina del Regolamento Emittenti è difatti volta a garantire una informazione più approfondita, dettagliata ed articolata rispetto a quella che potrebbe rinvenirsi

²⁸¹ Cfr. L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli d'amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Milano, 2021, 265. L'A. in particolare sottolinea la necessità che tale gestione si concentri anche sulle ricadute che gli obblighi informativi sortiscano sui processi amministrativi, interni alla società, di raccolta, elaborazione e trattamento dei dati destinati a confluire nell'informativa al pubblico.

²⁸² In argomento v. P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 130 ss.; G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di Blackrock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.; F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e stakeholder empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 225 ss. Sul punto, per una visione della società di capitali come "strumento di propulsione di un progetto politico globale" v. P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Giuffrè, Milano, 1975, 47, nota 99.

²⁸³ Cfr. M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss. Per quanto riguarda più in generale profili attinenti alla informazione non finanziaria, v. S. BRUNO, *Dichiarazione "non finanziaria" e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss.; S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.

in una comunicazione di informazione privilegiata ai sensi MAR. A questa disciplina nazionale si affianca inoltre la disciplina comunitaria delegata, ad opera della Commissione Europea, in materia di prospetti. L'obiettivo perseguito da queste discipline (ossia dalla disciplina del regolamento Emittenti e da quella comunitaria in materia di prospetti, da un lato, e da quella MAR, dall'altro), seppur parzialmente sovrapponibile, è tuttavia diverso.

Nonostante entrambi gli obblighi comunicativi siano volti ad una informazione trasparente, tempestiva, corretta ed efficiente (volta a prevenire asimmetrie informative sui mercati e così anche fenomeni di *insider trading* o altri abusi), solo l'informativa di dettaglio richiesta dal Regolamento Emittenti si pone l'obiettivo primario di favorire tali interessi nel precipuo contesto della fusione, andando dunque esso stesso a delineare, con puntuali criteri di redazione, quei profili che possono maggiormente interessare ad un investitore, operatore, o socio coinvolto nell'operazione. Le medesime finalità si rinvergono anche nella disciplina comunitaria di dettaglio, analizzata nel prosieguo del presente capitolo, dettate dal Regolamento Delegato (UE) 2021/528 della Commissione Europea, adottato con l'obiettivo principale di disciplinare informazioni minime da includere nel documento di esenzione dall'obbligo di pubblicazione di un prospetto in occasione di una fusione che coinvolga un emittente. Entrambe tali discipline assumono pertanto un ruolo di primo piano nel contesto dell'analisi che si intende svolgere in questa sede.

1.2 Il perimetro di applicazione della questione in esame.

Tra le possibili modalità di finanziamento di una società, la decisione di quotarsi in un mercato mobiliare regolamentato costituisce uno strumento attraverso il quale conseguire un riassetto complessivo della struttura finanziaria dell'ente²⁸⁴, poiché da un lato determina un aumento della componente “*equity*”, o di rischio, della propria dotazione patrimoniale, mentre dall'altro

²⁸⁴ V. E. CHIAPPAROLI, *Il ruolo di quotazioni e aumenti di capitale nelle operazioni di M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 338 s. L'A. rileva come, oltre ai requisiti di carattere “formale”, la quotabilità dipenda da una serie di requisiti di carattere finanziario, volti primariamente a garantire l'appetibilità della società per investitori (soprattutto istituzionali) e una sufficiente liquidità del titolo una volta conseguita l'ammissione alla negoziazione. Tra quelli di maggior rilievo, l'A. menziona una situazione contabile e finanziaria interna che consenta una offerta primaria di almeno 100-150 milioni di euro, nonché una attraente equity story (che si compone, ad esempio, di un solido modello di business, un chiaro piano d'azione per realizzare la strategia aziendale, e una compagine manageriale di comprovata esperienza in grado di gestire l'ente nella sua transizione da società chiusa a quotata).

lato amplia la potenziale platea di investitori, mettendo a disposizione della società un canale privilegiato per il reperimento di ulteriori risorse finanziarie (da utilizzare in progetti di sviluppo aziendale) alternativo al tradizionale canale bancario²⁸⁵. La quotazione in borsa assurge dunque al rango di obiettivo strategico²⁸⁶ e di assoluta rilevanza per una impresa che ambisca a crescere e rafforzare la propria competitività²⁸⁷, proprio perché una volta ammessa alla negoziazione i propri titoli potranno essere scambiati sul mercato in ossequio a regole di efficienza e trasparenza²⁸⁸. Un importante ruolo al riguardo è rivestito dalla possibilità di attrarre verso

²⁸⁵ Cfr. in argomento C. PASQUARIELLO, sub art. 113, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 843 s.; R. COSTI, *Il mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2018, 7 ss. Si evidenzia che la società cd. “aperta” si contraddistingue appunto per la caratteristica di fare ricorso al mercato del capitale di rischio. La “società quotata” ne costituisce una specie, che dunque è ricompresa all’interno della più ampia categoria delle società aperte. Altre specie sono rappresentate infatti dalle società con azioni diffuse tra il pubblico in misura rilevante. In argomento, cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2021; A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse: le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005, *passim*.

²⁸⁶ Cfr. F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1040. Circa l’efficacia della quotazione nella dottrina aziendalistica quale opportuno strumento di crescita alternativo o complementare ad una operazione di acquisizione, v. *ex multis*, O. BAYAR, T. J. CHEMMANUR, *What Drives the Valuation Premium in IPOs versus Acquisitions? An Empirical Analysis*, in *J. Corp. Fin.*, 2012, vol. 18, n. 3, 451 ss.; J. C. BRAU, S.E. FAWCETT, *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, in *J. Finance*, 2006, vol. 61, n. 1, 399 ss.; J. R. RITTER, I. WELCH, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, in *J. Finance*, 2002, vol. 57, n. 4, 1795 ss.

²⁸⁷ V. H. TEERINK, *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 21. Tra le ragioni principali per le quali una società dovrebbe perseguire la quotazione, l’A. individua le seguenti: «(i) to raise capital to finance its growth plans; (ii) to have better and continuous access to capital markets for financing purposes, including in respect of mergers and acquisitions, enabling the company to use its own shares as consideration; (iii) development of company brand and reputation, strengthened by public adherence to strict disclosure, reporting and governance standards; (iv) extended possibilities for management and employee compensation programmes, offering employees ownership in the form of tradeable shares; (v) to increase visibility for students and employees and attract and retain talent; (vi) to optimize the “gearing” of the company (the ratio between equity and debt capital on a company’s balance sheet) for regulatory and/or commercial purposes». Cfr. in argomento altresì S. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *AGE*, 2021, 355 ss.

²⁸⁸ Osservano sul punto F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1039, che la condizione civilistica di società chiusa cessa a seguito dell’offerta al pubblico di strumenti finanziari. Un mercato efficiente è così quello in grado di incorporare le informazioni rese pubbliche dagli emittenti, trasformandole in fattori che determinano il mutamento (o, in alternativa, anche il mantenimento al livello attuale) del prezzo di uno strumento finanziario, concorrendo così a delinearne il valore. Per una panoramica sulla “*efficient market hypothesis*”, v. R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia L. Rev.*, 1984, 549 ss.; ID., *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *J. Corp. Law.*, 2003, 716 ss.; S.

l'opportunità di investimento nella società quotanda anche investitori che siano interessati ad una monetizzazione del proprio pacchetto azionario in tempi più contenuti rispetto a quelli che alternativamente sarebbero necessari se il disinvestimento riguardasse una società chiusa²⁸⁹.

In tale contesto, altrettanto fondamentale è tuttavia il compito riservato all'informazione societaria²⁹⁰, ossia all'insieme di adempimenti di natura informativa che ogni società quotata deve assolvere allo scopo ultimo di fornire al mercato delle informazioni ritenute rilevanti dal legislatore in merito al proprio andamento finanziario ed organizzativo²⁹¹.

GROSSMAN, J. STIGLITZ, *Information and Competitive Price Systems*, in *American Economic Rev.*, 1976, vol. 66, n. 2, 246 ss.; M.C. JENSEN, R.S. RUBACK, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *J. Fin. Econ.*, 1983, 5 ss.; H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *J. Political Economy*, 1965, 110 ss. Nella dottrina nazionale, cfr. invece G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2013, 56 ss. Per una disamina empirica circa l'effetto delle informazioni sull'andamento del corso di borsa di uno strumento finanziario, cfr. altresì il fondamentale contributo di E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.*, 1970, vol. 25, n. 2, 383 ss.; nonchè, per una recente analisi connessa al panorama nazionale, C. ANGELICI, *Su mercati finanziari, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 1 ss. Per una disamina del ruolo dell'algorithmic trading quale forza destabilizzante gli equilibri di un efficient market, si v. Y. YADAV, *How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets*, *Vanderbilt L. Rev.*, 2015, vol. 68, n. 6, 1607 ss. L'A. evidenzia come «*while algorithmic trading fosters more short-term informational efficiency by rapidly showcasing incoming news and data, it creates costs for the longer term, fundamental allocative efficiency*», altresì generando costi per investitori informati che intendano investire in ricerca prima di operare sul mercato. Sul punto, v. anche nella dottrina nazionale G. STRAMPELLI, G. BALP, *Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era*, Bocconi Legal Studies Research Paper n. 3097723, 2018, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3097723>; S. ALVARO, M. VENTORUZZO, «High-frequency trading»: *Note per una discussione*, in *Banca impresa società*, 2016, 417 ss.

²⁸⁹ Si veda inoltre la recente letteratura empirica statunitense, che evidenzia come la funzione del mercato dei capitali azionario accessibile tramite quotazione non si risolve semplicemente nel permettere una agile e efficace raccolta di risorse finanziarie, quanto anche nel determinare l'interesse di investitori sofisticati con idee innovative, e nell'incentivare l'adozione di modelli organizzativi più efficienti (seguendo l'esempio di società già presenti sul mercato ed operanti nel medesimo settore): W. LAZONIK, *The Functions of the Stock Market and the Fallacies of Shareholder Value*, Institute for Economic Thinking, Working Papers, n. 58, July 20, 2017, 1 ss., consultabile all'indirizzo https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_58-Lazonick-Functions-Fallacies-REVISED-20170720.pdf. Si veda tuttavia anche lo studio di M. RUBINSTEIN, *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, in *Fin. Anal. J.*, 2001, vol. 57, n. 3, 15 ss. L'A. sottolinea come l'incapacità degli investitori, anche professionali, di ottenere ritorni maggiori di quelli disponibili sul mercato, rappresenti una forma di efficienza del mercato stesso. Cfr. in senso conforme N. BARBERIS, R. THALER, *A survey of Behavioural Finance*, NBER Working Paper No. w9222, 2002, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=332266>.

²⁹⁰ Cfr. P. MONTALENTI, *La società quotata*, Cedam, Padova, 2004, *passim*; P. MONTALENTI, *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 731 ss.

²⁹¹ Per una disamina delle origini dell'informazione societaria e della relativa disciplina, v. M. CERA, *L'informazione societaria in Italia: forme ed interessi tra passato e futuro*, in *AGE*, 2013, 23 ss.; S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Giuffrè, Milano, 2012, 1 ss.; P. MONTALENTI, *L'informazione e il*

Una volta quotata la società, gli amministratori non potranno infatti fare più affidamento sulle limitate obbligazioni di *disclosure* derivanti dal Codice civile, ma dovranno gettare una luce più forte (e, per taluni, forse eccessiva²⁹²) sulle dinamiche interne della società, soprattutto in occasione di eventi rilevanti per la vita dell'impresa. Tali informazioni dovranno essere fornite sia in occasione di scadenze predeterminate e periodiche, sia in occasione di momenti occasionali, ma significativi, nella vita di una società (tra i quali andrà a collocarsi la fusione²⁹³). Le esigenze informative nei confronti del pubblico differiscono inoltre se si considera anche le diverse ipotesi di quotazione di ulteriori strumenti finanziari da parte di un soggetto già quotato

diritto commerciale: principi e problemi, in *Riv. dir. civ.*, 2015, I, 779 ss.; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria: profili evolutivi e problemi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 311 ss.

²⁹² Si pensi al tessuto imprenditoriale italiano di carattere spesso familiare e contraddistinto dalla presenza di “soci-imprenditore”, che difficilmente accettano di prestarsi ad un regime di trasparenza informativa reputato troppo pervasivo. Cfr. in argomento S. ROSSI, *Finanza e sviluppo, Intervento alla 49° giornata del credito*, Roma, 4 settembre 2017, consultabile all'indirizzo www.ivass.it. V. altresì F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, 2020, 1041, che puntualmente rilevano come il passaggio della società da chiusa a quotata possa comportare, oltre ad una comprensibile discontinuità degli obiettivi dell'impresa, una “potenziale perdita del rapporto confidenziale tra società e *management*”. Tale ultimo aspetto, rapportato ad un contesto gestorio delicato come quello di una potenziale fusione, permette di comprendere come la posizione dei soci di società quotate non sia perfettamente sovrapponibile a quella del socio di società chiusa, nonostante l'impianto normativo ad entrambi applicabile coincida in larga parte. L'elemento di contatto diretto sarà difatti molto probabilmente inferiore nel contesto della società quotata, con la conseguente esigenza ad una informativa più robusta e trasparente per ottenere il medesimo livello di fiducia nell'operazione (che nel contesto di una società chiusa è più facilmente ottenibile stante la facilità di interazione informale tra soci ed amministratori).

²⁹³ Così S. MAZZARELLA, sub *art. 113*, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e G. Capriglione, Cedam, Padova, 1998, 1047. Sottolinea in merito G. ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA. VV., *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Giuffrè, Milano, 1982, 182, che alla “degenerazione del potere arbitrario dei gruppi di controllo” può porre argine solamente una rigorosa disciplina dell'informazione societaria, rafforzata dall'interesse pubblico a conoscere i fatti dell'impresa. Le esigenze informative da parte del pubblico variano inoltre a seconda che la società in questione sia già emittente strumenti finanziari quotati o meno. In tale prima ipotesi, alla luce del fatto che gli investitori già conoscono il soggetto, le informazioni da rendere pubbliche dovranno riguardare i titoli di nuova quotazione (così C. PASQUARIELLO, sub *art. 113*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 843). Di converso, qualora l'emittente sia alla sua prima quotazione e non disponga dunque di strumenti finanziari già quotati, il pacchetto informativo dovrà risultare ancor più dettagliato e complesso (cfr. M. RIGOTTI, *La disciplina dell'informazione societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società quotate. Commento sistematico al «Testo Unico» delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999, 606).

(si pensi, ad esempio, all'eventuale aumento di capitale deliberato a servizio di una fusione ovvero ad un aumento di capitale "semplice", slegato dunque da una tale finalità).

Al fine di venire incontro alle summenzionate esigenze di *disclosure* ed informazione nei confronti del pubblico, il legislatore, all'articolo 113 TUF, ha così previsto la predisposizione di un documento *ad hoc*, il "prospetto informativo", che dovrà essere corredato inoltre da specifici requisiti formali minimi.

Per poter tuttavia qualificare correttamente la cornice nella quale analizzare il fenomeno della fusione che coinvolga una o più società quotate, è necessario preventivamente soffermarsi succintamente sui connotati della nozione, nel nostro ordinamento giuridico, di società quotata. In Italia, come anche in altri paesi dell'Unione Europea, società quotata è quel particolare tipo di società (solitamente di capitali) le cui azioni (dunque, capitale di rischio) siano state ammesse a quotazione su un mercato regolamentato da parte della relativa società di gestione, in base ad un prospetto di quotazione la cui pubblicazione sia stata preventivamente autorizzata dalla autorità preposta (la Consob). Il fenomeno di riconoscere la quotazione come un evento che contraddistingue la società in sé rispetto agli strumenti finanziari di cui è emittente rappresenta una fondamentale differenza tra il sistema dei mercati mobiliari italiano e quello, ad esempio statunitense. In quest'ultimo ordinamento, infatti, una società che emetta azioni e che successivamente voglia venderle per rafforzare la propria posizione patrimoniale è automaticamente soggetta ad obblighi di registrazione (e di deposito del relativo prospetto) con l'equivalente statunitense della Consob (i.e., la SEC); in pratica, a tale obbligo tuttavia si riesce a farne a meno tramite l'applicazione di specifiche eccezioni e regimi speciali previsti dalla normativa applicabile²⁹⁴. Tuttavia, rimane la significatività del principio, ovvero che ogni emissione di strumenti finanziari destinata poi alla successiva vendita al pubblico da parte di qualunque società sia, in linea generale, soggetta alla disciplina statunitense di carattere federale dei mercati mobiliari.

Tornando al contesto italiano, già si è detto che l'obbligo di deposito del prospetto di quotazione presso la Consob è disciplinato dall'articolo 113 del TUF. Una volta ammesse a

²⁹⁴ V., *ex multis*, A.R. PALMITER, *Securities Regulation. Examples and Explanations*, 8th Edition, Wolters Kluwer, New York, 2021; T.L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, West Academic Publishing, 8th Edition, 2021, W. BURKE, C. VAN DEN BORREN, M. TAUFNER, *United States and New York State Law*, in *Schuldverschreibungsrecht*, a cura di K.J. Hopt, C.H. Seibt, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2017, 1645 ss.; C.J. JOHNSON, J. MCLAUGHLIN, E.S. HAUETER, *Corporate finance and the securities laws*, Wolters Kluwer, New York, 2015.

quotazione, non è necessario che le azioni siano oggetto di un ulteriore prospetto per essere nuovamente vendute da parte dell'acquirente (come, invece, accade salvo eccezioni negli Stati Uniti); un nuovo prospetto sarà invece necessario qualora la società emittente intenda offrire al pubblico un ulteriore (dunque aggiuntivo) numero di azioni, che incrementi quello già collocato. Il perimetro delle società che oggi possono essere ammesse a quotazione comprende le società per azioni (a prescindere dal modello organizzativo - tradizionale, monistico o dualistico) effettivamente adottato, unitamente alle società in accomandita per azioni, e alle società cooperative. Più recentemente, il novero delle società quotate è stato esteso per mezzo del D.L. 91/2014, successivamente convertito in legge con la L. 116/2014, per mezzo del quale si è dato contorno alla figura delle "PMI quotate" (piccolo e medie imprese emittenti azioni quotate che, sulla base dell'ultimo bilancio approvato, abbiano un fatturato non superiore ai 300 milioni di Euro o una capitalizzazione media di mercato nell'anno solare inferiore a 500 milioni di euro, qualora entrambe tali caratteristiche vengano superate per almeno tre esercizi consecutivi)²⁹⁵.

Il modello recepito nel nostro ordinamento prevede inoltre un regime di autoregolamentazione dei mercati affidato a soggetti privati, chiamati ad operare in una cornice permeata da significative finalità di stampo pubblicistico. In altri termini, pur rappresentando il regolamento dei mercati gestiti da Borsa Italiana S.p.A. una manifestazione dell'autonomia privata, con dunque una vincolatività eminentemente di carattere contrattuale (che si incentra sul rapporto tra la Borsa e la società interessata all'ammissione a quotazione), questo è altresì supportato dal ruolo svolto dalla Consob quale Autorità di Vigilanza²⁹⁶.

Se dunque la società di gestione del mercato ha la potestà di determinare l'ammissione a quotazione, l'Autorità di Vigilanza conserva il potere di autorizzare la pubblicazione del prospetto (che del procedimento di quotazione è un importante tassello)²⁹⁷. In tale contesto, la

²⁹⁵ Per una puntuale analisi, cfr. F. ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in *I modelli di impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, a cura di P. Montalenti, Giuffrè, Milano, 2016, 131 ss.; O. CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 2285 ss.; P. BENAZZO, *Start up e PMI innovative*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche, sez. Comm., Aggiornamento*, VIII, Utet, Torino, 2017, 484 ss.

²⁹⁶ Ritengono che il ruolo dell'Autorità di Vigilanza sia quello di "filtrare", tramite il proprio potere autorizzatorio, la manifestazione dell'autonomia privata rappresentata dal regolamento di Borsa Italiana R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Cedam, Padova, 2004, 469.

²⁹⁷ Sulla natura giuridica del rapporto di ammissione alla quotazione cfr. G. GITTI, *Vecchi e nuovi confini dell'autonomia contrattuale*, in *Tradizione civilistica e complessità del sistema*, a cura di F. Macario, M. N. Minetti,

società di gestione del mercato agirà quale interlocutore privato della società emittente, ma sarà vincolata a condizionare l'esercizio delle proprie prerogative di ammissione alla preventiva approvazione da parte della Consob del prospetto di quotazione (laddove richiesto), assolvendo così anche al proprio compito di mantenere la regolarità del mercato.

È importante ribadire in questa sede che il rispetto della disciplina specificatamente prevista in sede nazionale e comunitaria rispetto al compimento di operazioni straordinarie non agisce quale sostituto per l'obbligo di rispetto della normativa, generalmente applicabile, relativa all'informativa al pubblico in materia di informazioni privilegiate. Quest'ultima andrà dunque a cumularsi con quella, di carattere speciale, relativa alle operazioni straordinarie²⁹⁸.

Pur essendo molte delle informazioni oggetto della disciplina speciale in materia di operazioni straordinarie già oggetto di obblighi di comunicazione discendenti dalla disciplina di carattere generale anzidetta, la Consob e la Commissione Europea hanno evidentemente ritenuto la disciplina dell'informazione continua non sufficiente per garantire una piena tutela del mercato. Al riguardo, l'informazione continua è infatti caratterizzata, nel bilanciamento dei contrapposti caratteri della completezza e della tempestività, più dalla esigenza di essere comunicata tempestivamente (e nei propri connotati essenziali, così da prevenire distorsioni o abusi sul

Giuffrè, Milano, 2006, 391 ss.; M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione della quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 493 ss.; M. DE MARI, *Il contratto di quotazione*, in *I contratti per l'impresa*, II, *Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Il Mulino, Bologna, 2013, 375 ss. Tale dottrina riconosce nell'ammissione alla quotazione una fattispecie con eminente natura privatistica a formazione progressiva, nella cui cornice la domanda di ammissione rivestirebbe il ruolo della proposta mentre il provvedimento di ammissione alla negoziazione da parte di Borsa Italiana rappresenterebbe l'accettazione. Cfr. tuttavia F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, a cura di M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, 2020, 1047. Gli Autori evidenziano un diverso orientamento dottrinale, secondo il quale l'atto di quotazione si inserisce all'interno di un processo in cui alla società di gestione del mercato è demandato un servizio eminentemente pubblico in virtù del quale al provvedimento di ammissione si attribuisce funzione di autorizzazione amministrativa. La base di una tale interpretazione si rinviene nell'art. 64, comma 1, lett. c) TUF, ove è riconosciuta alla Consob la potestà di determinare "l'ammissione, l'esclusione e la sospensione degli strumenti finanziari dalla quotazione e dalle negoziazioni e degli operatori dalle negoziazioni". Pur non potendosi ridurre la portata del controllo demandato alla Consob, appare condivisibile la posizione di sintesi raggiunta sempre da F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1048, nel prosieguo della loro analisi. In merito al ruolo svolto dall'Autorità, gli A. rilevano infatti che «seppur di rilevanza pubblica, esso è comunque svolto all'esterno di un rapporto di diritto privato, che si instaura tra la società emittente e quella di gestione del mercato».

²⁹⁸ Così F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, 2020, 443. L'A. ritiene tale duplicazione probabile, «giacché molte delle operazioni definite "straordinarie" saranno in realtà spesso fonte di (o sussumibili nelle categorie delle) "informazioni privilegiate"».

mercato). L'informativa speciale dedicata alle operazioni straordinarie predisposta dal Regolamento Emittenti e dalla disciplina comunitaria posta dalla Commissione Europea, ha invece come obiettivo primario la completezza e la trasparenza, ossia la messa a disposizione del mercato di tutti gli strumenti necessari per poter comprendere e valutare l'operazione proposta, traendone una decisione di investimento o un orientamento.

Per questo, in relazione ad una operazione inevitabilmente complessa come la fusione, si è ritenuto opportuno richiedere la predisposizione di una informativa analitica ed articolata, racchiusa in documenti appositamente redatti, così da offrire al mercato un quadro più esaustivo.

1.3 La criticità degli obblighi informativi degli emittenti nel contesto della fusione.

Il funzionamento corretto delle dinamiche dei mercati finanziari presuppone la diffusione di informazioni complete ed attendibili. Oltre a tale regola di carattere generale, una informativa trasparente, in ragione della maggiore complessità contabile, amministrativa e gestoria delle società quotate, rappresenta anche una importante necessità nel contesto di una operazione straordinaria come la fusione. In virtù della teoria economica dei mercati efficienti, sono proprio le informazioni rese disponibili, e la loro qualità, a determinare scelte ed orientamenti degli investitori e dei rimanenti attori sul mercato²⁹⁹. La messa a disposizione di informazioni relative alla società quotata che intraprenda una fusione si pone inoltre anche nell'ottica di offrire tutela alle minoranze. Al riguardo, tra i requisiti aggiuntivi che la relazione dell'organo gestorio deve necessariamente contenere si registra anche una illustrazione dei "valori attribuiti alle società oggetto dell'operazione", corredata da eventuali relazioni di stima presenti³⁰⁰.

L'organo principale nei cui confronti sono convogliati gli obblighi informativi derivanti dalla fusione che coinvolga una società quotata è il consiglio di amministrazione della medesima. Tale organo si caratterizza dunque rispetto al proprio equivalente nelle c.d. "società chiuse", soprattutto per quanto ne riguarda la missione, declinata in termini di competenze e funzioni³⁰¹.

²⁹⁹ V. S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004, 10 ss.

³⁰⁰ Cfr. Regolamento Consob n. 11971, Schema 1, Allegato 3°, punti 1a) e 2f).

³⁰¹ Una disamina delle prerogative e peculiarità del consiglio di amministrazione di una società quotata esula dallo scopo del presente lavoro. Sul tema, v. su tutti il recente contributo di G. MEO, *L'amministrazione delle*

Fonte principale relativa alla missione dell'organo gestorio in un tale complesso contesto è rappresentata dalle raccomandazioni del Codice di Autodisciplina (recentemente oggetto di una importante rivisitazione, e di un *rebranding* in Codice di *Corporate Governance*³⁰²) e, in via aggiuntiva ma parziale, da disposizioni normative e/o regolamentari³⁰³. In merito, si è osservato in dottrina che la specificità del ruolo rivestita dal CdA delle società quotate, anche nel contesto di una operazione come quella di fusione, non discenda tanto da obblighi di natura “legale”, quanto dalla “costituzione materiale” di tali società³⁰⁴. Una compiuta elencazione delle principali prerogative esercitate da un consiglio di amministrazione in una società quotata è

società quotate, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, II, 1813 ss. Cfr. altresì L. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca impresa società*, 2017, 15 ss.; L.A. BIANCHI, *Il TUF e il consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2014, 831 ss.

³⁰² In argomento, v. P. MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.; M.L. PASSADOR, *Su alcuni recenti sviluppi dell'autodisciplina*, in *Riv. soc.*, 2020, 302 ss. Per una panoramica, v. altresì M. DE MARI, *Il codice di autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 147 ss.; M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss.; G. BOSI, *Autoregolazione societaria*, Giuffrè, Milano, 2009, *passim*.

³⁰³ Sia pure di crescente rilevanza, come ad esempio in relazione alle norme dettate in materia di remunerazione degli amministratori esecutivi e del management, e di operazioni con parti correlate.

³⁰⁴ Così L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli d'amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Milano, 2021, 257. Cfr. sul punto G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Bologna, 2020, II, 1815. L'A. rileva come le peculiarità della missione affidata all'organo gestorio nelle quotate dipendono dal fatto che lo stesso sia chiamato ad individuare la «sintesi di interessi e che diversi per natura, orizzonte temporale e obiettivi attraverso una rappresentanza monolitica – per investitura e funzione – ma composita, in cui la diversità gioca un ruolo decisivo e acquisisce un preciso rilievo giuridico». Secondo L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa. I consigli d'amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Milano, 2021, 258, ciò consisterebbe nella sottoposizione della società al giudizio dei mercati e degli investitori, «con connesse responsabilità sul versante della comunicazione e informazione e dei rapporti con gli azionisti e, più in generale, con gli *stakeholder*». In argomento, si curava di precisare G. ROSSI, *L'informazione societaria al bivio*, in *Riv. soc.*, 1986, 1091 s., che l'obbligo di comunicazione al mercato non possa estendersi “a previsioni o valutazioni soggettive”, nonostante queste siano “di autorevole fonte societaria”. Sul tema dei flussi informativi endoconsiliari v., in generale, G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005, *passim*; R. SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Riv. soc.*, 2008, 387 ss.; D. REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 2, Utet, Torino, 2014, 1146 ss. Per una analisi di tale fenomeno nel contesto delle società quotate v. invece S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Giuffrè, Milano, 2012. Cfr. altresì, per una analisi del ruolo rivestito in tale contesto dal presidente del CdA, M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, Egea, Milano, 2021.

peraltro sempre offerta dal Codice di *Corporate Governance*³⁰⁵. La peculiarità del ruolo affidato al consiglio di amministrazione deriva pertanto dalla necessità per il medesimo di conseguire finalità che trascendano la limitata prospettiva del perseguimento del successo imprenditoriale della società e dell'interesse dei soci a veder incrementarsi nel tempo il valore della propria partecipazione (idealmente anche tramite un costante flusso di dividendi). Specifica rilevanza nelle società quotate assume infatti il tema di tutela di figure ultronee rispetto al mero socio, al detentore della semplice partecipazione azionaria. Il CdA di una quotata dovrà così preoccuparsi di offrire adeguata tutela alle altre categorie di investitori, nonché alla ampia categoria degli *stakeholders*³⁰⁶. Al riguardo, tale compito potrà senza dubbio esser reso più agevole dalla necessaria presenza di amministratori indipendenti e di minoranza, dunque di categorie non legate ad un vincolo di lealtà e “sudditanza” morale al socio di controllo³⁰⁷.

³⁰⁵ In particolare, i principi prevedono che l'organo guidi la società perseguendone il successo sostenibile (Principio I), definisca le strategie della società e del gruppo ad essa facente capo in coerenza con il principio I, monitorandone l'attuazione (Principio II), definisca il sistema di governo societario più funzionale allo svolgimento dell'attività di impresa e al perseguimento delle sue strategie, tenendo conto degli spazi di autonomia offerti dall'ordinamento (Principio III) e, infine, promuova, nelle forme più opportune, il dialogo con gli azionisti e gli altri stakeholder rilevanti per la società (Principio IV). In particolare, i principi I, II e IV assumono una importanza speciale nel contesto della fusione. Se una compiuta giustificazione del perseguimento del primo dovrà essere contenuta nella relazione degli amministratori, le strategie elencate nella medesima relazione e nel progetto di fusione dovranno essere coerenti con le strategie delineate ai sensi del secondo principio. Il quarto principio invece dovrà essere seguito ed implementato per tutta la durata del procedimento fusorio, e, più che incidere sul contenuto della *disclosure* al pubblico, riveste un ruolo delicato nell'indicare alla società le modalità di comunicazione più idonee con azionisti e *stakeholder* (entrambi peraltro destinatari della informativa rafforzata prevista nel caso della fusione di quotate).

³⁰⁶ In argomento, e più in generale sul ruolo degli investitori istituzionali nell'era dello “*stakeholder capitalism*”, v. *ex multis*, G. STRAMPELLI, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholder Capitalism*, in *Harvard Bus. L. Rev.*, vol. 11, 2020, *forthcoming*, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3718255>; L. FINK, *Larry Fink's 2020 Letter to CEOs: A Fundamental Reshaping of Finance*, 2020, consultabile all'indirizzo www.blackrock.com; L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell L. Rev.*, 2020, vol. 106, n. 1, 91 ss.; L. E. STRINE, JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, 2019, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3461924>. Sul ruolo che *stakeholders* possono svolgere per determinare un crescent livello di attenzione verso tematiche sostenibili all'interno della gestione di una società quotata, cfr. W.G. RINGE, *Investor-led Sustainability in Corporate Governance*, ECGI Law Working Paper 615, 2021, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3958960>.

³⁰⁷ Si pensi, a titolo esemplificativo, al ruolo sempre più importante che la sostenibilità svolge nel contesto sia della vita di una società, sia delle valutazioni che gli investitori svolgono per determinare se investire in una realtà societaria. Tale crescente importanza è stata cristallizzata nella recente versione del Codice di *Corporate Governance*, che appunto si concentra sulla necessità di perseguire un successo “sostenibile”. Sul punto, v. M. STELLA RICHTER JR., *Il “successo sostenibile” del Codice di Corporate Governance. Prove tecniche di*

Compito precipuo degli amministratori è infatti verificare, attraverso stime e prudenti valutazioni, che la fusione prospettata alla compagine sociale sia veramente adottata nell'ottica di perseguire l'oggetto sociale, producendo per tutte le partecipanti e, nello specifico, per la società di cui rivestono cariche gestorie, una massimizzazione del valore della società che si rifletta nel valore delle partecipazioni detenute dai soci. Questa informativa, vertente sulle ragioni economiche e giuridiche della fusione, diviene inevitabilmente più puntuale e dettagliata nel contesto di una società quotata.

La questione si poteva risolvere, in alternativa, demandando ogni ulteriore obbligo informativo a dinamiche di mercato, rinunciando così a porre una disciplina di carattere positivo mediante fonti normative di rango primario che imponesse “*disclosures*” ulteriori; oppure, adottando una serie di disposizioni speciali che andassero chirurgicamente ad operare per i potenziali profili di criticità derivanti da una copertura normativa che il codice civile avrebbe potuto offrire solo parzialmente. La scelta è ricaduta sulla seconda ipotesi, e dunque il legislatore, per mezzo del potere regolamentare della Consob, ha emanato una normativa di dettaglio che, lungi dal regolare la materia interamente, si limita a fornire delle indicazioni di carattere speciale ed aggiuntivo rispetto a quelle rinvenibili nell'insieme normativo di carattere generale. Tale scelta appare la più condivisibile delle due, soprattutto se si considera l'alto grado di atomizzazione delle compagini sociali nelle quotate, con conseguente perdita di “peso” da parte dei soci (a meno che questi non detengano rilevanti partecipazioni e siano finanziariamente educati, quali ad esempio fondi di investimento).

Così, l'organo amministrativo sarà tenuto ad illustrare le motivazioni dell'operazione di fusione, soffermandosi in particolare sugli obiettivi gestionali perseguiti dalle società partecipanti alla fusione e sui programmi che siano stati formulati per il conseguimento dei medesimi³⁰⁸.

L'informazione di tale tipo si caratterizza per essere una informazione “straordinaria” proprio perché concernente eventi non normali o ricorrenti nella vita di un ente societario. Le disposizioni dettate dalla Consob riguardano termini, forme e anche contenuti specifici,

attuazione, in *Diritto bancario*, febbraio 2021, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it. Si veda tuttavia G. ROSSI, *Il mito della corporate governance*, in AA. VV., *Le nuove funzioni degli organi societari: Verso la Corporate Governance?*, Giuffrè, Milano, 2002, 13 ss., il quale con tagliente franchezza definisce gli amministratori indipendenti quali “*financial gigolò*”, in virtù di una loro supposta sudditanza ai gruppi di comando nella compagine azionaria. Tale posizione è altresì ripresa e ampliata dall'A. in G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: note a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 26 ss.

³⁰⁸ Cfr. Allegato 3A, Schema 1, Regolamento Emittenti.

particolarmente volti a garantire una informativa completa per mezzo delle relazioni di accompagnamento delle varie proposte che gli amministratori possono sottoporre al vaglio dell'organo assembleare. La *ratio* perseguita è, in ultima analisi, consentire al mercato ponderare in misura sufficientemente completa quelle scelte intraprese da una società emittente che possono produrre riflessi notevoli per i propri investitori³⁰⁹.

Si tratta di una informativa particolarmente pervasiva, che impone agli amministratori di non limitarsi a slogan o programmi generici, ma altresì a predisporre un dettagliato “*business plan*” di combinazione tra le società partecipanti, che scandisca chiaramente non solo gli obiettivi che si intendono conseguire, ma anche e soprattutto il percorso per realizzarli. Qualora la fusione da perseguirsi abbia inoltre carattere c.d. “significativo”, gli amministratori dovranno altresì indicare le strategie sui rapporti commerciali e finanziari perseguiti, ai sensi dell'Allegato 3B al Regolamento Emittenti (che si avrà modo di approfondire nelle pagine che seguono).

L'esigenza di comunicare la *business purpose* della fusione ai soci, e di illustrarla compiutamente e in un modo trasparente, non deve tuttavia confondersi con la possibilità che i medesimi soci possano sindacare il merito di tale informativa, asserendone la contrarietà all'oggetto sociale³¹⁰. Sulla falsariga di quanto appena accennato, l'art. 70, comma 1 del Regolamento emittenti, dedicato a dettare la disciplina per le fusioni e le scissioni, prevede l'obbligo, per ogni operazione di fusione che coinvolga (in qualsiasi ruolo) una società emittente azioni ammesse a quotazione, di messa a disposizione della Consob dell'intero insieme di documenti³¹¹ depositati

³⁰⁹ Perseguendosi dunque il principio di una informazione tempestiva e adeguata, che consenta compiute valutazioni di investitori e operatori. Cfr. M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, Bologna, 2018, 35 s.

³¹⁰ Una tale tutela, oltre a non essere prevista dall'ordinamento, contrasta con il principio di mantenere in capo agli amministratori la potestà di delineare gli indirizzi strategici dell'attività sociale. Il socio dovrà partecipare alla formazione di tale indirizzo esprimendo la propria preferenza con l'esercizio del diritto di voto, ma allo stesso deve ritenersi preclusa la via di impugnare la delibera assembleare di fusione, esclusivamente perché non ne condivide le ragioni economiche sottostanti. Sul punto, v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 81. L'A. rileva in particolare che «[l]a pretesa di identificare una specifica causa della fusione condurrebbe al risultato che appare inaccettabile sotto il profilo sistematico, non meno che sotto quello pratico, di legittimare forme di controllo da parte dell'Autorità Giudiziaria sulle motivazioni della fusione nonché da parte del notaio».

³¹¹ Anche in relazione alle informazioni che devono essere eventualmente diffuse anteriormente a deposito dei documenti previsti dall'art. 2501-*septies* c.c., o addirittura nella precedente fase delle trattative volta alla finalizzazione del progetto fusione poi da sottoporre ad approvazione consiliare. Per un inquadramento delle tematiche negoziali e giuridiche nelle operazioni di M&A (tra le quali si ricomprende la fusione), v. P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva*

presso la sede sociale a norma dell'art. 2501-*septies*, comma 1, punti 1 e 3, c.c. almeno 30 giorni, prima dell'assemblea convocata per deliberare sull'operazione³¹². Inoltre, per taluni di questi documenti, ed in particolare, la relazione degli amministratori e la relazione degli esperti, la Consob ha provveduto ad emanare disciplina di dettaglio volta a garantire l'inclusione di determinati contenuti reputati essenziali.

In attuazione a quanto disposto all'art. 114, comma 5, TUF, il Regolamento Emittenti dedica gli artt. 70-76 alla disciplina di dettaglio degli oneri di comunicazione che discendono in capo agli emittenti in relazione al compimento di operazioni straordinarie. Tale nozione si riferisce non solamente a fusioni e scissione, ma altresì ad acquisizioni e cessioni ed a provvedimenti adottati ai sensi dell'art. 2446 c.c.³¹³

Il quadro degli obblighi informativi adottati dalla Consob prevede dunque, in linea generale, l'individuazione di un insieme di documenti ed informazioni da condividere con l'autorità ed il pubblico.

In aggiunta, in determinati casi è altresì prevista la predisposizione di ulteriori documenti informativi, sulla base di uno schema contenuto nel Regolamento Emittenti. Si tratta di un quadro informativo particolarmente dettagliato e volto a soddisfare le esigenze di sufficiente informazione e trasparenza da parte dei mercati. In questo, la normativa speciale della Consob si è adeguata a quelle che, nella prassi, erano già delle informazioni che gli investitori generalmente richiedono, andando a cristallizzare delle pratiche già diffuse.

market abuse, in *Riv. soc.*, 2006, 338 ss.; L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 234 ss.

³¹² In altri termini, gli amministratori dovranno provvedere a fornire all'Autorità il progetto di fusione, le relazioni degli organi gestori, la relazione dell'esperto, e le situazioni patrimoniali. Non è invece richiesta la pubblicazione dei bilanci degli ultimi tre esercizi delle società coinvolte. Si ricorda infine che la relazione dell'organo amministrativo dovrà essere redatta in conformità con quanto stabilito all'Allegato 3A del Regolamento Emittenti. Una disciplina simile è altresì prevista per le operazioni di scissione.

³¹³ Si evidenzia che il grado di rilevanza rivestito dalla fusione e dalla scissione nel contesto delle operazioni compiute da una società quotata era già stato rilevato dal legislatore del 1974 che, all'art. 4 della L. n. 216/1974 contenente disposizioni relative al mercato mobiliare, richiedeva la trasmissione alla Consob, mediante lettera raccomandata, della relativa proposta di modifica dell'atto costitutivo, unitamente alla relazione illustrativa da parte degli amministratori. Cfr. sul punto F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento della Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 506. L'A. sottolinea come l'impostazione fatta propria dalla Consob con il Regolamento Emittenti rappresenta un mutamento di prospettiva rispetto alla L. 216/1974, poiché ora si dispone «da messa a disposizione direttamente del pubblico – anziché, in via principale, della Consob e/o dell'assemblea, di uno *stock* predeterminato di informazioni e/o documenti».

1.4 Le indicazioni della Consob rispetto alla redazione della relazione dell'esperto.

Oltre ai requisiti previsti nel codice civile e analizzati nel corso dei paragrafi che precedono, la relazione dell'esperto dovrà essere redatta secondo uno schema predisposto dalla Consob con apposita comunicazione³¹⁴.

Tale schema richiede che la relazione si componga di distinti paragrafi e sottosezioni, dedicate rispettivamente a profili ritenuti di maggiore sensibilità ed interesse³¹⁵. Le indicazioni enunciate dalla Consob si pongono nell'ottica di permettere alla relazione degli esperti di assolvere con maggiore efficacia al proprio scopo informativo, senza tuttavia imporre una autonoma valutazione parallela a quella degli amministratori³¹⁶. In altri termini, l'esperto nominato nel contesto della fusione che coinvolga società quotate dovrà “verificare la completezza dei dati presi a base della determinazione, la ragionevolezza del procedimento seguito dagli amministratori e la congruità logica dei parametri stimati, con l'obiettivo di assicurare all'assemblea un'adeguata informazione, senza entrare nel merito del processo di valutazione svolto dagli organi sociali”³¹⁷.

Proprio alla luce di tale intento, è possibile rilevare come lo schema predisposto dalla Consob sia in realtà ispirato, nella propria struttura, al disposto codicistico. Esso infatti stabilisce che l'esperto esprima il proprio giudizio sul rapporto di cambio, fornendo al tempo stesso un

³¹⁴ Il riferimento è alla CONSOB, *Comunicazione n. 73063, del 5 ottobre 2000, Modalità di redazione delle relazioni emesse dalle società di revisione in occasione di operazioni di fusione e scissione*.

³¹⁵ Tra i quali si annoverano i paragrafi dedicati a motivo, oggetto e natura dell'incarico; documentazione utilizzata; metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio; difficoltà incontrate dagli amministratori nella loro opera di valutazione; commenti sulla adeguatezza dei metodi utilizzati dagli amministratori; limiti specifici incontrati nell'espletamento dell'incarico da parte dell'esperto-revisore.

³¹⁶ Rileva difatti anche la CONSOB, *Comunicazione n. 73063, del 5 ottobre 2000, Modalità di redazione delle relazioni emesse dalle società di revisione in occasione di operazioni di fusione e scissione*, che «l'ordinamento assegna alle società di revisione il compito di esprimere un giudizio circa l'adeguatezza dei metodi di valutazione adottati dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio, nonché la corretta applicazione degli stessi, e non già quello di effettuare un'autonoma valutazione economica delle società rientranti nelle operazioni di concentrazione». V. anche A. SACCHI, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi degli artt. 2501-quinquies c.c. e 158, comma primo, tuif*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, 675 ss.

³¹⁷ CONSOB, *Comunicazione n. 73063, del 5 ottobre 2000, Modalità di redazione delle relazioni emesse dalle società di revisione in occasione di operazioni di fusione e scissione*.

sostrato informativo sulle metodologie adottate nonché dando conto di eventuali difficoltà riscontrate nella applicazione delle stesse per giungere ad una valutazione. In ultima analisi, la Consob giunge dunque a sottolineare con più forza la necessità che l'esperto esprima un proprio ed indipendente giudizio sulla congruità di tali metodologie³¹⁸.

1.5 Le indicazioni della Consob rispetto alla redazione della relazione degli amministratori.

Per quanto riguarda invece la relazione degli amministratori, la Consob ha provveduto ad emanare una disciplina volta a chiarire come debba essere strutturata nel contesto di fusione che coinvolga società quotate (mediante l'allegato 3A al Regolamento Emittenti, emanato in attuazione del TUF)³¹⁹.

La relazione dovrà così includere: (i) l'illustrazione dell'operazione e le motivazioni della stessa, con particolare riguardo agli obiettivi gestionali delle società partecipanti alla fusione e ai programmi formulati per il loro conseguimento; (ii) ove la fusione comporti un concambio di titoli, i valori attribuiti alle società interessate all'operazione ai fini della determinazione del rapporto di cambio, indicando l'eventuale esistenza di perizie; (iii) il rapporto di cambio stabilito ed i criteri seguiti per la determinazione di tale rapporto, con particolare riguardo ad eventuali arrotondamenti che si siano resi necessari rispetto ai rapporti emergenti dal mero raffronto tra i valori attribuibili alle azioni delle società interessate sulla base delle valutazioni citate al precedente punto; (iv) le modalità di assegnazione delle azioni della società incorporante o di

³¹⁸ Tale giudizio dovrà in particolare essere incentrato su una “valutazione della ragionevolezza e non arbitrarietà delle metodologie implementate” dagli amministratori, nonché “sull’importanza relativa attribuita a ciascuno di essi” e “sulla loro corretta applicazione” (così CONSOB, *Comunicazione n. 73063, del 5 ottobre 2000, Modalità di redazione delle relazioni emesse dalle società di revisione in occasione di operazioni di fusione e scissione*). Tale indicazione da parte della Consob si pone peraltro in piena conformità con quanto rilevato sul punto dalla migliore dottrina: v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 289, secondo il quale l'esperto dovrà «formulare un giudizio, eventualmente critico sui valori elaborati e proposti dagli amministratori e non già tradursi nella indicazione di “propri” valori di concambio». In senso conforme P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 34, che rileva come obiettivo della valutazione operata dall'esperto sia “esprimere un giudizio sulle proposte degli amministratori” e non “sostituire le medesime con effetto vincolante”.

³¹⁹ Sulla possibilità di adottare lo schema di cui all'allegato 3A quale utile indicazione generale dei contenuti che la relazione degli amministratori può includere, a prescindere dallo status di quotata o meno della società cui è riferita, v. L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002, 189.

quella risultante dalla fusione e la data di godimento delle stesse; (v) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate, anche ai fini fiscali, al bilancio della società incorporante o di quella risultante dalla fusione; (vi) i riflessi tributari dell'operazione sulle società partecipanti alla fusione; (vii) le previsioni sulla composizione dell'azionariato rilevante nonché sull'assetto di controllo della società risultante dalla fusione o della società incorporante a seguito dell'operazione; (viii) gli effetti della fusione sui patti parasociali, rilevanti ai sensi dell'articolo 122 TUF, aventi ad oggetto le azioni delle società partecipanti alla fusione, ove tali effetti siano comunicati dagli aderenti ai patti medesimi; (ix) le valutazioni dell'organo amministrativo in ordine alla eventuale ricorrenza del diritto di recesso qualora l'operazione di fusione comporti l'esclusione dalla quotazione ai sensi dell'articolo 2437-*quinquies* del codice civile; e, infine, (x) nell'ipotesi di ricorrenza del diritto di recesso, l'indicazione dei soggetti legittimati al suo esercizio, delle modalità e dei termini previsti per l'esercizio del diritto e per il pagamento del relativo rimborso, con specifica indicazione dei criteri per la determinazione di quest'ultimo.

La disciplina posta dalla Consob per regolamentare il contenuto e la redazione della relazione degli amministratori, oltre a svolgere un importante ruolo a presidio della trasparenza nei confronti del mercato, si colloca pertanto anche nell'interesse dei soci (considerato che essi comunque mantengono un forte interesse ad una informazione corretta e completa in occasione del completamento di operazioni straordinarie)³²⁰.

La summenzionata disciplina non deve essere interpretata come in antitesi o in contrapposizione rispetto a quanto dettato dal codice civile rispetto alla disciplina di diritto comune, ma, al contrario, deve rendersi protagonista di una fase di arricchimento dell'informativa pre-assembleare, così da giovare in special modo agli interessi dei soci delle entità coinvolte. Un mancato rispetto delle indicazioni dell'autorità per quanto concerne la predisposizione della relazione, è così idoneo a rappresentare un vizio del corretto procedimento di formazione della libera volontà deliberativa dei soci, incidendo inoltre sulla validità della deliberazione adottata. In ultima analisi, la relazione redatta in conformità con i criteri posti dalla Consob si pone nell'ottica di rendere disponibili al pubblico non solamente informazioni relative alle meccaniche dell'operazione individualmente considerata, quanto

³²⁰ Così, F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento della Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 507.

anche informazioni relative al complessivo effetto economico-finanziario che la stessa potrà produrre per le società coinvolte, con particolare riguardo alla società quotata.

1.6 Le fusioni “significative” e l’obbligo di predisposizione del “documento informativo”

Il comma 4 dell’articolo 70 del Regolamento Emittenti prevede inoltre un onere informativo aggiuntivo in capo alla società quotata qualora la fusione cui la stessa partecipi assuma carattere “significativo”³²¹. Proseguendo, la norma chiarisce che fusioni dal carattere “significativo” saranno quelle “individuate secondo i criteri generali indicati nell’Allegato 3B, o su richiesta della Consob, in relazione alle caratteristiche dell’operazione”³²².

La qualifica dell’operazione di fusione in termini di significatività si sostanzia altresì nell’obbligo di fornire, almeno quindici giorni prima della data fissata per l’assemblea, un documento informativo redatto in conformità all’Allegato 3B del Regolamento Emittenti³²³. I parametri in base ai quali è valutata la significatività dell’operazione sono compiutamente elencati

³²¹ Per un commento v. P. VALENTINO, *L’informativa societaria: la disciplina informativa degli emittenti dopo il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, 64 ss. Per una analisi della disciplina previgente all’entrata in vigore del Regolamento Emittenti cfr. G.G. MOGLIA, R. RISTUCCIA, *La fusione di società con azioni quotate in Borsa. Aspetti giuridici*, Consob, Quaderni di Finanza, n. 7, 1993.

³²² Cfr. Articolo 70, comma 6, Regolamento Emittenti. Al riguardo, rileva F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob (seconda parte)*, in *Società*, 1999, 529, che tale informativa viene dunque ad articolarsi su di un duplice livello: «da un lato, un insieme di informazioni che sono sempre richieste; dall’altro, informazioni che la Consob può richiedere, di volta in volta, qualora l’operazione presenti i requisiti stabiliti in via generale dalla stessa Commissione».

³²³ Si noti che la previgente formulazione della norma non faceva esplicito riferimento all’Allegato 3B, che è stato fatto oggetto di modifiche dalla Consob con la delibera n. 13616 del 12.6.2002 e con delibera n. 17326 del 13.5.2010. In precedenza, trovavano così applicazione i criteri stabiliti con la Comunicazione Consob n. DIS/98081334 del 1998, secondo i quali l’operazione di fusione era considerata significativa qualora il rapporto tra (a) il totale dell’attivo, (b) il risultato prima delle imposte e dei componenti straordinari, oppure (c) il totale del patrimonio netto della società incorporata o fusa e il corrispondente valore della società emittente risultasse pari o superiore al 25 per cento (i medesimi parametri erano applicabili anche al fenomeno della scissione). Per una disamina, v. M. VENTORUZZO, *Operazioni di fusione per incorporazione di una società per azioni non quotata in una società quotata ed esenzione dall’obbligo di pubblicazione del prospetto*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. Martorano, V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 69 ss. Cfr. anche I. LUCATI, *Prospetto per l’offerta pubblica o l’ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*, in *Obbligazioni e contratti*, 2007, 555 ss.

nell'Allegato stesso³²⁴. Qualora i risultino uguali o superiori al 25%, l'operazione di fusione sarà in via generale qualificata come significativa e, pertanto, l'emittente partecipanti alla medesima sarà tenuto alla redazione del documento informativo di cui all'articolo 70 Regolamento Emittenti³²⁵. Si noti al riguardo come, in ogni caso, la Consob ritiene comunque necessaria la redazione del documento informativo in caso di fusione che coinvolga esclusivamente società quotate nonché in caso di fusione di una società quotata in una società non avente azioni ammesse alle negoziazioni in un mercato regolamentato³²⁶.

Da ultimo, è importante evidenziare che qualora l'operazione di fusione si qualifichi come un'operazione con parte correlata, ulteriori obblighi informativi diventano applicabili ai sensi del Regolamento Consob in materia³²⁷.

³²⁴ Nello specifico, questi sono: (a) – Attività: totale attivo della società incorporata (fusa) ovvero delle attività oggetto di scissione/totale attivo dell'emittente; (b) – Redditività: risultato complessivo prima delle imposte e dei risultati delle attività cessate della società incorporata (fusa) ovvero delle attività da scindere/risultato complessivo prima delle imposte e delle attività cessate dell'emittente azioni; (c) – Patrimonio netto: totale patrimonio netto della società incorporata (fusa) ovvero del ramo d'azienda oggetto di scissione/totale patrimonio netto dell'emittente azioni ; (d) – Passività: totale delle passività della società incorporata (fusa) ovvero delle passività oggetto di scissione/totale attivo dell'emittente azioni. I dati per il calcolo di tali parametri dovranno essere tratti dal più recente stato patrimoniale consolidato pubblicato ovvero dal più recente stato patrimoniale individuale qualora la società non sia tenuta alla redazione dei conti consolidati. V. Regolamento Emittenti, Allegato 3B, sezione I, punto B1 (Fusioni e Scissioni).

³²⁵ Tale documento è in particolare da predisporre in conformità con quanto stabilito all'art. 70, comma 6, del Regolamento Emittenti, e da mettere a disposizione del pubblico almeno 15 giorni prima della data dell'assemblea. Si noti che, laddove l'operazione di fusione non sia soggetta ad approvazione assembleare (ad esempio poiché riguarda una società interamente posseduta o posseduta al novanta per cento), l'art. 70 del Regolamento Emittenti, comma 7, precisa che comunque devono essere assolti degli oneri informativi nei confronti del pubblico, seppur in forma diversa e per certi versi semplificata: «a) i documenti indicati nei commi 1 e 4 per i quali il codice civile prevede la messa a disposizione dei soci prima della delibera dell'organo competente, sono messi a disposizione del pubblico nei termini previsti dal codice civile presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*; b) il documento informativo indicato nel comma 6 è messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, entro quindici giorni dalla delibera dell'organo competente; c) il verbale delle deliberazioni adottate è messo a disposizione del pubblico presso la sede sociale e con le modalità indicate dagli articoli 65-*quinquies*, 65-*sexies* e 65-*septies*, entro trenta giorni dalla data delle deliberazioni».

³²⁶ Cfr. Regolamento Emittenti, Allegato 3B, sezione I, punto B1 (Fusioni e Scissioni).

³²⁷ Il riferimento è al Regolamento recante disposizioni in materia di operazioni con parti correlate, nella forma in vigore al 1° luglio 2021 (adottato dalla Consob con delibera n. 17221 del 12 marzo 2010, e da ultimo modificato con delibera n. 21624 del 10 dicembre 2020). Al riguardo, l'art. 5, comma 6, del Regolamento Parti Correlate stabilisce che qualora la società coinvolta in una operazione con parte correlata che rientri anche nel perimetro dell'obbligo di predisposizione di un documento informativo ai sensi degli

1.7 L'art. 117-bis TUF e le operazioni di fusione fra società quotata e società non quotata.

L'articolo 117-*bis* TUF introduce una disciplina speciale che assoggetta alle disposizioni di cui all'art. 113 TUF (dettate in materia di prospetto informativo e oggetto di analisi nei paragrafi che seguiranno) le operazioni di fusione nelle quali una società con azioni non quotate venga incorporata in una società con azioni quotate, “quando l'entità degli attivi di quest'ultima, diversi dalle disponibilità liquide e dalle attività finanziarie che non costituiscono immobilizzazioni, sia significativamente inferiore alle attività della società incorporante”³²⁸. La *ratio* della norma sarebbe così quella di impedire il fenomeno c.d. del “*backdoor listing*”, cioè che per mezzo della fusione con una società già quotata, la società incorporata non quotata eluda le norme in materia di informazione societaria (e, nello specifico, l'obbligo di predisposizione di un prospetto ai sensi dell'art. 113 TUF)³²⁹. L'applicazione è inoltre limitata al caso in cui il totale dell'attivo patrimoniale della incorporante quotata, al netto della liquidità disponibile e

articoli 70, commi 4 e 5 del Regolamento Emittenti, essa possa pubblicare un documento unico che contenga le informazioni richieste sia dall'art. 70 del Regolamento Emittenti, sia dall'art. 5, comma 1, del Regolamento Parti Correlate (che a sua volta fa riferimento all'Allegato 4 del Regolamento Parti Correlate stesso) nel termine più breve tra quelli previsti da ciascuna delle disposizioni applicabili. Richiedendo pertanto l'inclusione sia delle informazioni richieste dalla disciplina del Regolamento Emittenti sia da quella del Regolamento Parti Correlate (nella misura in cui non siano duplicative) la Consob ha adottato un approccio rigorista nell'applicazione delle norme in questione, che si distingue dall'atteggiamento permissivo che si era registrato nella prima dottrina sul tema: cfr. M. VENTORUZZO, *Operazioni di fusione per incorporazione di una società per azioni non quotata in una società quotata ed esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. Martorano, V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 72, nota 10. L'A. rilevava infatti che, qualora la fusione significativa ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti fosse considerata anche operazione con parte correlata, l'assolvimento delle prescrizioni di cui all'art. 70 Regolamento Emittenti sostituisse gli obblighi informativi di cui all'art. 71-*bis* del Regolamento Emittenti (norma, ora abrogata, che conteneva la disciplina applicabile alle operazioni con parti correlate prima dell'adozione del Regolamento Parti Correlate nel 2010).

³²⁸ Cfr. art. 117-*bis*, TUF.

³²⁹ In questi termini C. PASQUARIELLO, sub *art. 117-bis*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 897. L'A. sottolinea che, in assenza di tale norma, la società quotata che abbia incorporato una società non quotata non sarebbe tenuta alla pubblicazione di un prospetto posto che è già ammessa a quotazione. Cfr. inoltre M. VENTORUZZO, *Operazioni di fusione per incorporazione di una società per azioni non quotata in una società quotata ed esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. Martorano, V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 75. L'A. evidenzia altresì il caso di Parmalat, giunta alla quotazione indirettamente tramite l'incorporazione in una società quotata, la Finanziaria Centro Nord.

delle attività finanziarie non immobilizzate sia significativamente inferiore all'attivo della società non quotata. Nonostante il TUF non faccia riferimento al fatto che l'attivo della incorporata non quotata debba anch'esso essere inteso al netto della liquidità e delle attività finanziarie non immobilizzate, tale interpretazione è quella da ritenersi più corretta (e confermata dalla più recente dottrina³³⁰), poiché viene incontro all'esigenza di comparare grandezze finanziarie omogenee.

2. La dimensione comunitaria. Novità e aspetti critici.

2.1 Le disposizioni in materia di prospetto.

Il ruolo svolto dal diritto dell'Unione Europea nel panorama giuridico attuale, nonché l'obbligo per l'interprete di applicare norme anche di natura prevalentemente nazionale (come quelle relative a gran parte del procedimento di fusione di società chiuse contenute nel nostro codice civile), in conformità al diritto dell'Unione, costituisce oramai un dato acquisito³³¹. Inoltre, l'utilità dell'indagine che si intende intraprendere in questo lavoro emerge con maggiore chiarezza anche alla luce delle soluzioni e delle considerazioni di politica legislativa adottate sul livello comunitario³³².

Si consideri inoltre che l'insieme normativo concernente gli obblighi informativi degli emittenti ha subito una significativa evoluzione per mezzo della produzione legislativa dell'Unione Europea³³³. In particolare, per mezzo della "Direttiva Prospetti" (il riferimento è alla Direttiva

³³⁰ Cfr. C. PASQUARIELLO, sub *art. 113*, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 897.

³³¹ V., *ex multis*, G. PISTORIO, *L'interpretazione e i giudici. Il caso dell'interpretazione conforme al diritto dell'Unione Europea*, ESI, Napoli, 2012, 111 ss.; F. DENOZZA, *Le società*, in *I cinquant'anni del Codice Civile. Atti del Convegno di Milano 4-6 giugno 1992*, I, Giuffrè, Milano, 1993, 231 ss.; S. FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea: principi generali e ricadute comunitarie*, in *Riv. soc.*, 1994, 426 ss.; P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss. Nella dottrina internazionale, cfr. altresì G. BETLEM, *The doctrine of consistent interpretation — Managing legal uncertainty*, in *Ox. J. L. St.*, 2002, vol. 22, n. 3, 399 ss.; B. DE WITTE, *Direct effect, primacy, and the nature of the legal order*, in *The Evolution of EU Law*, a cura di P. Craig, G. Da Burca, Oxford University Press, Oxford, 2011, 323 ss.

³³² Cfr. G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss.

³³³ Cfr. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, 21 ss. L'A. rileva che l'impatto comunitario sulla disciplina del legislatore nazionale si eserciti prevalentemente su due direzioni: «la prima consiste nella riduzione degli spazi lasciati al legislatore nazionale in sede di recepimento delle

2003/71/CE), il legislatore comunitario si è posto l'obiettivo di perseguire un'opera di armonizzazione dei requisiti relativi alla redazione, approvazione e diffusione del prospetto la cui pubblicazione era richiesta nel contesto di offerte al pubblico di strumenti finanziari o della ammissione a negoziazione di tali strumenti in un mercato regolamentato che avesse sede in uno Stato Membro³³⁴. Anche nell'ottica del legislatore comunitario, il prospetto si pone l'obiettivo di realizzare una informativa episodica a vantaggio degli investitori e del mercato, così da consentire una decisione consapevole in relazione ad un evento a carattere eccezionale (quale la l'emissione e conseguente offerta al pubblico di strumenti finanziari), improntato a rigorosi criteri di chiarezza e completezza per quanto possibile armonizzati nell'intera Unione³³⁵. Il percorso evolutivo seguito dalle norme in materia ha da ultimo conosciuto una ulteriore tappa fondamentale con l'adozione del Regolamento (UE) 2017/1129 del Parlamento Europeo e del Consiglio (di seguito il "Regolamento Prospetti")³³⁶. Tale insieme normativo,

Direttive [...]. La seconda riguarda, più propriamente, l'ampliamento delle materie nelle quali interviene la legislazione europea». Sul punto, si rileva che le autorità comunitarie hanno avviato l'ambizioso progetto della *Capital Markets Union* che, in ogni settore della disciplina attinente ai mercati finanziari, prevede ulteriori misure di armonizzazione, nell'ottica di integrare la disciplina applicabile e stimolare una più decisa crescita dei mercati della intera Unione. In argomento, D. SICLARI, *Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 481 ss.

³³⁴ Al riguardo, rileva M. MAZZEO, *La responsabilità da prospetto*, in *Resp. civ.*, 2007, 6 ss., come le norme introdotte per mezzo della direttiva in commento mirino a realizzare un rafforzamento della tutela degli investitori, nell'ottica di garantire una armonizzazione più consistente ed una informazione chiara e completa quale presupposto di un investimento consapevole. Cfr. altresì C.W. SCHNEIDER, J.M. MANKO, R.S. KANT, *Going Public: Practice, Procedure and Consequences*, in *Vill. L. Rev.*, 1981, vol. 27, n. 1, 1 ss. Gli A. evidenziano la natura del prospetto come quella di uno "schizophrenic document", poichè contraddistinto da due scopi principali: da un lato, agire quale "selling document", volto ad assistere la vendita di strumenti finanziari al pubblico degli investitori; dall'altro lato, rappresentare un "disclosure document" volto principalmente a costituire una "insurance policy against liability". In senso conforme H. TEERINK, *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 20 ss.

³³⁵ Per una disamina dei benefici derivanti dagli obblighi informativi ai sensi della Direttiva Prospetti, cfr. P. LUCANTONI, *Prospectus Directive*, in *European Financial Services Law, Article by Article Commentary*, a cura di M. Lehmann, K. Kumpan, Nomos, Bonn, 2019, 941 ss.; H.T.C. HU, *The disclosure paradigm: conventional understandings and modern divergences*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 23 ss.

³³⁶ Osserva H. TEERINK, *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 20, che il passaggio alla forma del regolamento da quella precedente della direttiva permette una «uniform application of the rules in the EU and [...] facilitate[s] cross-border offers of securities and multiple listings on regulated markets». Il medesimo considerando (5) del Regolamento Prospetti conferma tale impostazione. Nello specifico, "poiché un quadro normativo sul prospetto comporta necessariamente misure che specificino

adottato all'esito di una intensa attività di consultazione, si pone l'obiettivo di disciplinare integralmente il contenuto, il processo di autorizzazione e la pubblicazione del prospetto informativo³³⁷. L'utilizzo del regolamento quale strumento legislativo per conseguire tale ambizione è altresì idoneo a rafforzare la fiducia da parte degli operatori, unitamente alla trasparenza dei mercati in tutta l'Unione, riducendo allo stesso tempo le complessità normative prima imperanti³³⁸. Nello specifico, il prospetto dovrà contenere tutte le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari dalla stessa offerti (che, nel contesto di una fusione, saranno azioni della incorporante), siano necessarie al fine di far pervenire gli investitori ad un fondato giudizio sulla situazione «patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente [...], nonché sui prodotti finanziari e i relativi diritti»³³⁹. L'obiettivo è così di realizzare una completa informazione, di carattere episodico perché derivante da un evento che assume carattere eccezionale quale l'emissione di strumenti finanziari da parte di un emittente, da sottoporre a minuziosi controlli di chiarezza e completezza.

obblighi previsti in relazione a tutti i diversi aspetti del prospetto, divergenze anche minime nell'approccio adottato in relazione a uno di tali aspetti potrebbero comportare ostacoli significativi alle offerte transfrontaliere di titoli, alla quotazione nei mercati regolamentati di più Paesi (*multiple listing*) e alle norme dell'Unione in materia di protezione dei consumatori”.

³³⁷ Cfr. C. PASQUARIELLO, sub art. 113, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, WOLTERS Kluwer Italia, Milano, 2020, 845. In merito, v. inoltre I. LUCATI, *Prospetto per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*, in *Obbligazioni e contratti*, 2007, 555 ss.: l'A. riscontra come il prospetto assolve ad un momento tipicamente informativo, imposto all'emittente a tutela del pubblico composto da investitori attuali e potenziali. Lo scopo ultimo è pertanto quella di mettere a disposizione di tali investitori tutte le informazioni necessarie per addivenire ad una valutazione con cognizione di causa in relazione all'investimento loro proposto.

³³⁸ Cfr. H. TEERINK, *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 20 s. Sulla centralità delle esigenze di trasparenza nell'architettura complessiva della disciplina comunitaria in materia di mercati finanziari, cfr. P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Giuffrè, Milano, 2020; F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1100 ss.; M.E. SALERNO, *La disciplina in materia di protezione degli investitori nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente?*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 458 ss.

³³⁹ Così C. PASQUARIELLO, sub art. 113, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 845. In argomento, cfr. altresì G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation – The Case of ICOs*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 129 ss.

Ai sensi del Regolamento Prospetti, l'obbligo di pubblicazione di un prospetto emerge a seguito di due distinti eventi, che potranno anche verificarsi in forma combinata. Il primo è rappresentato da una pubblica offerta di titoli sul mercato, mentre il secondo dall'ammissione a negoziazione di tali titoli su un mercato regolamentato (che non necessariamente prevede la loro offerta al pubblico, come nel caso della fusione ad esempio, posto che destinatari di tali titoli saranno, perlomeno in prima battuta, gli azionisti della società incorporata dalla società emittente)³⁴⁰.

In virtù di determinate disposizioni del Regolamento Prospetti, un emittente è esonerato dall'obbligo di pubblicare un prospetto in caso di titoli offerti in connessione con determinati eventi. In particolare, in virtù del disposto dell'art. 1, paragrafo 4, lettera g) e paragrafo 5, lettera f), l'obbligo non si applica alla offerta pubblica e all'ammissione a negoziazione in un mercato regolamentato di titoli offerti, assegnati o da assegnare in occasione di una fusione o scissione, a condizione tuttavia che sia pubblicato³⁴¹ un "Documento di Esenzione" (contenente determinate informazioni che descrivano l'operazione prospettata e il suo impatto per l'emittente)³⁴². In ogni caso, è fatta salva la possibilità per l'emittente di sottrarsi alla pubblicazione del Documento di Esenzione qualora possa avvalersi di altre esenzioni all'obbligo di pubblicazione di un prospetto. Anche la disciplina previgente, contenuta nella direttiva 2003/71/CE, non prevedeva un generale obbligo di pubblicazione di un prospetto di quotazione relativo ai prodotti finanziari da assegnare nel contesto della fusione, a condizione tuttavia che fosse stato reso disponibile al pubblico un documento contenente delle

³⁴⁰ Cfr. K. LIEVERSE, *The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 145 ss.

³⁴¹ Ai sensi dell'art. 21, paragrafo 2, del Regolamento Prospetti, il prospetto si considererà messo a disposizione del pubblico quando è stato pubblicato in forma elettronica in uno qualsiasi dei seguenti siti web: (i) il sito *web* dell'emittente, dell'offerente o del soggetto che chiede l'ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato; (ii) il sito *web* degli intermediari finanziari che provvedono al collocamento o alla vendita dei titoli, compresi gli organismi incaricati del servizio finanziario; (iii) il sito *web* del mercato regolamentato in cui è chiesta l'ammissione alla negoziazione o, qualora non sia richiesta alcuna ammissione alla negoziazione in un mercato regolamentato, il sito *web* del gestore del sistema multilaterale di negoziazione.

³⁴² In costanza del precedente regime normativo, la Direttiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio imponeva invece agli emittenti che intendessero avvalersi delle summenzionate esenzioni di pubblicare "un documento contenente informazioni considerate dall'autorità competente equivalenti a quelle del prospetto", tenendo conto dei requisiti della normativa comunitaria (cfr. part. 4, paragrafo 1, lettere b) e c), e paragrafo 2, lettere c) e d), della Direttiva 2003/71/CE).

informazioni che, alla luce della normativa comunitaria, la Consob ritenesse equivalenti a quelle contenute in un prospetto³⁴³.

Per quanto riguarda il contenuto del Documento di Esenzione ai sensi del Regolamento Prospetti, l'art. 1, paragrafo 7 del Regolamento Prospetti conferisce alla Commissione Europea la prerogativa di adottare atti delegati volti ad individuare le informazioni minime che dovranno necessariamente essere indicate nel documento di esenzione stesso³⁴⁴. Il 15 Aprile 2021 è pertanto entrato in vigore il Regolamento Delegato (UE) 2021/528 della Commissione (il "Regolamento Delegato"), che si pone quale obiettivo principale quello di disciplinare le informazioni minime che dovranno essere contenute nel documento da pubblicare al fine di usufruire della esenzione da prospetto in occasione di una fusione che coinvolga un emittente. Rispetto alla previgente disciplina, emergono immediatamente due significative novità. In primo luogo, il Regolamento prevede espressamente che il documento di esenzione non si qualifichi come documento equivalente ad un prospetto. Inoltre, viene superato il regime in virtù del quale le singole autorità nazionali avranno la prerogativa di definire i criteri di equivalenza da includere nel documento soggetto a pubblicazione nell'ambito dell'esenzione dall'obbligo di prospetto; tale potere è, infatti, ora attribuito alla Commissione Europea, con la chiara *ratio* di garantire una maggiore armonizzazione. Da ultimo, a differenza del prospetto di cui all'art. 20 del Regolamento Prospetti, il documento di esenzione non sarà, in linea generale, sottoposto alla preventiva approvazione da parte della autorità nazionale, salvo in determinate ipotesi.

L'ambito delle esenzioni anzidette è stato altresì modificato dall'entrata in vigore del Regolamento (UE) 2019/2115. Tale Regolamento si prefiggeva l'obiettivo di chiarire l'obbligo, per una società non quotata che intendesse ottenere l'ammissione a negoziazione per i propri

³⁴³ Cfr. M. VENTORUZZO, *Operazioni di fusione per incorporazione di una società per azioni non quotata in una società quotata ed esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. Martorano, V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 73. L'impostazione del legislatore per cui si affiancano ipotesi di esenzione, parziale o totale, al generale obbligo di redazione di un prospetto in determinate circostanze è tuttavia risalente a prima della direttiva comunitaria del 2003. Per una analisi, v. D. REGOLI, *Ammissione alla quotazione in borsa e obbligo di pubblicazione del prospetto informativo: dispense e deroghe*, in *Contr. Impr. / Europa*, 1996, 398 s.

³⁴⁴ Al riguardo, l'art. 44 del Regolamento Prospetti prescrive una puntuale procedura cui la Commissione Europea deve attenersi nel processo di adozione di tale atto delegato (tra cui si annoverano l'obbligo di consultazione di esperti designati dagli Stati Membri e l'assenza di obiezioni da parte del Parlamento Europeo o del Consiglio).

strumenti finanziari a seguito di una fusione, scissione, o offerta pubblica di scambio, di pubblicazione di un prospetto informativo. Per effetto di tale documento normativo, gli emittenti non quotati in parola potranno comunque avvalersi della possibilità di pubblicare un documento di esenzione in alternativa ad un prospetto, a patto che tale documento venga preventivamente approvato da parte della competente autorità nazionale che avrebbe dovuto approvare il documento di offerta nel caso l'esenzione non fosse stata applicata. A tal fine, l'applicazione delle esenzioni di cui all'art. 1, paragrafo 4, lettera g), e paragrafo 5, lettera f), del Regolamento Prospetti, viene limitata ai soci "titoli di capitale", rispetto ai quali l'operazione di fusione in discorso non venga considerata quale acquisizione inversa in conformità con il paragrafo B19 del principio contabile IFRS 3³⁴⁵.

2.2 I criteri e principi di redazione del documento di esenzione.

Nell'ottica di garantire uniformità applicativa, il Regolamento Delegato prevede che siano estesi alla redazione del documento di esenzione alcuni principi relativi alla predisposizione del prospetto informativo. I principi, più che indicare contenuti di dettaglio che devono risultare dal documento, svolgono una funzione di raccordo, andando a fornire una guida volta a coprire anche tipologie di informazioni che, seppur non oggetto di espressa indicazione nell'ambito dei più specifici criteri di redazione del documento di esenzione, nondimeno si ritiene debbano essere incluse per venire incontro alle esigenze informative che il documento stesso ambisce a soddisfare. In particolare, viene dunque stabilito che gli emittenti debbano svolgere un "*materiality test*" che abbia ad oggetto le informazioni da includere nel documento di esenzione, nell'ottica di includervi solo quelle che siano necessarie per gli investitori. Ai sensi dell'articolo 2 del Regolamento Delegato, il documento di esenzione dovrà così contenere quei dati che siano pertinenti al fine di consentire la comprensione, da parte degli investitori, di: a) le prospettive dell'emittente post-fusione, nonché delle società emittente ed incorporata che vi partecipino, ivi inclusi gli eventuali cambiamenti significativi nell'attività e nella situazione finanziaria di ciascuna di tali società verificatisi dalla fine dell'ultimo esercizio; b) i diritti

³⁴⁵ E, inoltre, a patto che i titoli di capitale della società incorporante o risultante dalla fusione siano già stati ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima dell'operazione (in questo senso, cfr. art. 1, paragrafo 6-ter, Regolamento Prospetti). In materia, su tutti L.A. BIANCHI, *La contabilizzazione delle fusioni acquisitive: le disarmonie prestabilite tra principi contabili internazionali e disciplina nazionale*, in *Riv. soc.*, 2019, 34 ss.

connessi ai titoli di capitale; c) l'operazione e il suo impatto sull'emittente³⁴⁶. In aggiunta a quanto precede, la società quotata dovrà includere nel documento di esenzione anche eventuali informazioni ulteriori che siano necessarie per consentire una decisione informata da parte degli investitori³⁴⁷.

Non risulta invece richiamata dalla disciplina approntata dalla Commissione la possibilità, posta dall'art. 18 del Regolamento Prospetti, di omettere dal prospetto (e, di converso in questo caso, dal documento di esenzione) quelle informazioni rispetto alle quali, seppur richieste dal regolamento stesso, l'autorità di vigilanza competente abbia autorizzato la cancellazione. La *ratio* di una tale mancata estensione deve rinvenirsi nel fatto che, a differenza del prospetto, il documento di esenzione non è in linea di principio soggetto ad approvazione da parte delle autorità nazionali. Pertanto, mantenere l'applicabilità di tale esenzione avrebbe potuto comportare la poco desiderabile situazione in cui la decisione su quali informazioni omettere dal documento di esenzione fosse demandata alla sola discrezione dell'emittente³⁴⁸.

Gli obblighi informativi da assolvere mediante il documento di esenzione potranno essere soddisfatti anche tramite l'inclusione di informazioni mediante riferimento, nell'ottica di alleviare oneri e relativi costi per gli emittenti. Al riguardo, le condizioni applicabili risultano essere le medesime di quelle che disciplinano l'analoga possibilità nel contesto del prospetto

³⁴⁶ Cfr. Regolamento Delegato (UE) 2021/528, art. 2, paragrafo 1.

³⁴⁷ Così G. VENEZIANO, D. MINNITI, *Acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione e scissione ed esenzione dal prospetto*, *Dirittobancario*, 16 aprile 2021, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it, 6. Per quanto riguarda le peculiarità di tale *materiality test*, ESMA, *Consultation Paper – Draft technical advice on minimum information content for prospectus exemption*, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu, 17. L'Autorità comunitaria ha in particolare rilevato come il *materiality test* da svolgere con riguardo al documento di esenzione debba essere strutturato sulla scia del *materiality test* previsto dall'articolo 14 del Regolamento Prospetti (dunque, caratterizzandosi per una verifica alleviata rispetto al *materiality test* che si applicherebbe in caso di estensione analogica di quello previsto in via generale dall'art. 6 del medesimo Regolamento Prospetti). Al riguardo, l'art. 6, paragrafo 1, del Regolamento Prospetti prevede che, fatto salvo, *inter alia*, quanto previsto all'art. 14, «il prospetto contiene le informazioni necessarie che siano rilevanti per un investitore affinché possa procedere a una valutazione con cognizione di causa: a) della situazione patrimoniale, dei risultati economici, della situazione finanziaria e delle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti; b) dei diritti connessi ai titoli; e c) delle ragioni dell'emissione e del suo impatto sull'emittente». Cfr. sul punto anche V. DE SERIÈRE, *The Contents of the Prospectus: Non-Financial information and Materiality*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 196 ss.

³⁴⁸ In senso conforme G. VENEZIANO, D. MINNITI, *Acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione e scissione ed esenzione dal prospetto*, *Dirittobancario*, 16 aprile 2021, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it, 7.

informativo: in virtù dell'art. 19, paragrafo 1, del Regolamento Prospetti, potranno essere così ritenersi incluse, mediante apposito riferimento, tutte le informazioni che siano state: (i) pubblicate precedentemente al documento di esenzione o contestualmente ad esso, in via elettronica³⁴⁹; e (ii) redatte in una lingua conforme al regime linguistico del documento di esenzione (sul quale si dirà nelle pagina che seguiranno)³⁵⁰.

Per quanto riguarda le attività di aggiornamento, inclusione parziale ed accessibilità delle informazioni incluse mediante riferimento, l'articolo 3 del Regolamento Delegato riflette invece in via sostanziale quanto previsto all'art. 19 del Regolamento Prospetti³⁵¹. Un ulteriore regime informativo viene inoltre applicato a quelle società che abbiano una “storia finanziaria complessa” o abbiano assunto un “impegno finanziario significativo”, ai sensi dell'art. 18, paragrafi 3 e 4, del Regolamento Delegato (UE) 2019/980³⁵².

³⁴⁹ Si pensi, ad esempio, ad una relazione semestrale della società quotata in questione.

³⁵⁰ Per quanto concerne la natura dei documenti che possono essere inclusi mediante riferimento, il Regolamento opera un rinvio dinamico all'art. 19, paragrafo 1, del Regolamento Prospetti. In questo modo è dunque consentito un adeguamento automatico della lista di documenti rispetto ai quali il rinvio è concesso, senza necessità di operare un parallelo aggiornamento del Regolamento medesimo. Inoltre, potranno essere inclusi mediante riferimento altresì: b) documenti prescritti dalla legislazione nazionale di recepimento della direttiva 2004/25/CE (cosiddetta Takeover Directive); c) documenti prescritti dalla legislazione nazionale di recepimento della direttiva (UE) 2017/1132 del Parlamento europeo e del Consiglio; d) tutti gli altri documenti pubblicati conformemente al diritto nazionale, laddove essi siano pertinenti all'operazione. Tali informazioni devono essere le più recenti messe a disposizione da parte della società incorporata e della società emittente incorporante.

³⁵¹ Cfr. Regolamento Delegato (UE) 2021/528, art. 3. In particolare, è previsto che, per le informazioni incluse solamente mediante riferimento, il documento di esenzione contenga una dichiarazione attestante che le parti non incluse “non sono pertinenti per l'investitore o [...] sono incluse altrove nel documento di esenzione”. Inoltre, gli individui responsabili del documento di esenzione (i.e., l'organo gestorio) dovranno assicurare che le informazioni incluse mediante riferimento in tale documento siano facilmente accessibili. Da ultimo, il documento di esenzione dovrà contenere un elenco di rinvii e di collegamenti ipertestuali a tutti i documenti inclusi mediante riferimento, nell'ottica di consentire agli investitori di identificare facilmente determinate informazioni che siano state incluse mediante tale modalità.

³⁵² Tale regolamento si pone in particolare nell'ottica di fornire ulteriori indicazioni in merito al formato, contenuto, controllo e approvazione del prospetto da pubblicarsi per una offerta pubblica o per l'ammissione alla negoziazione di titoli in un mercato regolamentato. Tra le informazioni che l'articolo 4 del Regolamento impone di includere in queste circostanze vi sono tutte le informazioni richieste dagli allegati al Regolamento stesso ma riferite non tanto all'emittente (nel caso di fusione, dunque, alla società incorporante), quanto alla società incorporata come se questa fosse invece la società emittente, nella misura necessaria per consentire agli investitori di assumere decisioni di investimento informate. Tale obbligo si pone dunque idealmente sulla medesima linea dell'obiettivo perseguito mediante il materiality test. Da ultimo, il documento di esenzione dovrà altresì contenere indicazione dei previsti effetti di tale storia

Per quanto concerne il regime linguistico di redazione, l'articolo 5 del Regolamento Delegato prevede che il documento di esenzione debba essere predisposto in una lingua accettata dall'autorità competente del relativo stato membro³⁵³. In relazione invece alle informazioni incluse mediante riferimento, l'articolo 3 del medesimo Regolamento Delegato prevede invece che siano redatte "in una lingua conforme ai requisiti di cui all'art. 5" e dunque, deve intendersi, in una lingua che sia accettata dall'autorità competente. Il combinato disposto delle due norme dovrebbe dunque consentire, nel contesto di una fusione, la possibilità di includere in un documento di esenzione redatto in lingua italiana delle informazioni mediante riferimento ad un altro documento che sia in una lingua diversa da quella italiana ma in linea con il regime linguistico dettato per il documento di esenzione³⁵⁴. Non è invece stato recepito il suggerimento

finanziaria complessa o dell'impegno finanziario significativo sull'emittente o la sua attività, ed includere anche una specificazione sui previsti effetti dell'operazione di fusione sull'emittente o la sua attività.

³⁵³ L'articolazione complessiva del sistema di vigilanza finanziario italiano si caratterizza dalla presenza di distinti attori: la Consob competente per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti, e la Banca d'Italia e l'Ivass competenti per il contenimento del rischio, la stabilità patrimoniale e la sana e prudente gestione degli intermediari, a cui si aggiunge la società di gestione del mercato, competente per l'ammissione a quotazione (sulla quale l'ordinamento ha attribuito alla Consob una vigilanza sovraordinata ai sensi dell'art. 66-ter, comma 6, del TUF). In argomento, cfr. P. LEOCANI, *Omission of Information, Incorporation by Reference, Publication, and Language of the Prospectus*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 355 ss.

³⁵⁴ In senso conforme cfr. ESMA, *Questions and Answers on the Prospectus Regulation*, 27 July 2021, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu, 37. L'Autorità comunitaria rileva in particolare che «*the issuer can incorporate a document drawn up in a different language than that of the prospectus provided that the language of the incorporated document complies with the language rules of the Prospectus Regulation*». Ad esempio, la Consob potrebbe approvare un documento di esenzione redatto in lingua inglese, che tuttavia contenga informazioni mediante riferimento tratte dai bilanci della società redatti in italiano. Per un commento, v. C. Di NOIA, M. GARGANTINI, *The Approval of the Prospectus: Competent Authorities, Notifications, and Sanctions*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 359 ss. e spec. 371; P. LEOCANI, *Omission of Information, Incorporation by Reference, Publication, and Language of the Prospectus*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 333 ss.

da parte di ESMA³⁵⁵ e di alcuni partecipanti³⁵⁶ alla consultazione svoltasi a monte dell'adozione del Regolamento Delegato da parte della Commissione, di consentire la redazione delle informazioni incluse mediante riferimento anche in una lingua comunemente utilizzata nel mondo della finanza internazionale, a prescindere dal fatto che sia o meno stata accettata da parte della competente autorità nazionale. Il rischio rilevato da alcuni commentatori risiede nel fatto che una tale omissione ostacolerebbe una piena armonizzazione, finendo per rendere più difficoltoso il procedimento di redazione del documento di esenzione. Tali rilievi, seppur condivisibili, non appaiono tuttavia di una gravità tale da giustificare un aggiornamento del regolamento stesso. L'unica lingua che veramente può ritenersi universalmente comune nel mondo della finanza internazionale è appunto la lingua inglese, e, pur essendo demandato alla sensibilità delle singole autorità nazionali l'opportunità di accettare o meno riferimenti contenuti in documenti redatti in inglese, il rischio che ciò non avvenga deve ritenersi minore, anche e soprattutto in considerazione del fatto che gran parte degli emittenti quotati ora adempie ai propri obblighi di informazione mediante la pubblicazione di comunicati e documentazione in doppia lingua³⁵⁷.

Una differenza rilevante tra il prospetto informativo ed il documento di esenzione è data dalla impossibilità di “passaportare” il documento di esenzione, dunque di utilizzarlo in tutti gli altri stati membri una volta ottenuta l'approvazione da parte di una sola delle autorità nazionali

³⁵⁵ ESMA, *Consultation Paper – Draft technical advice on minimum information content for prospectus exemption*, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu, 18. In Italia, la Consob consente l'utilizzo della lingua inglese per tutti i prospetti informativi, sia di offerta che di ammissione a negoziazione, che abbiano ad oggetto titoli non azionari con taglio minimo di 1.000 euro, ove la Consob stessa sia l'autorità chiamata ad approvare il prospetto. Sulla discrezionalità in capo agli emittenti nell'individuare la autorità nazionale competente, v. L. ENRIQUES, T. TRÖGER, *Issuer choice in Europe*, in *Cambridge L. J.*, 2008, 536 ss. Per un recente ed approfondito studio, v. S. ALVARO, R. LENER, P. LUCANTONI, *The Prospectus Regulation. The long and winding road*, in Consob, Quaderni Giuridici, n. 22, 2020. Gli A. evidenziano come i prospetti italiani relativi ad emissioni azionarie si contraddistinguono per una lunghezza media superiore ad altri importanti Stati Membri (assestandosi ad oltre 400 pagine, in confronto alle 240 inglesi e lussemburghesi, 300 tedesche e 130 francesi).

³⁵⁶ Cfr. DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK N.V., *Consultation on the draft Commission Delegated Regulation regarding the minimum information content of an exemption document*, 14 luglio 2020, consultabile all'indirizzo www.ec.europa.eu.

³⁵⁷ V. tuttavia P. LEOCANI, *Omission of Information, Incorporation by Reference, Publication, and Language of the Prospectus*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 355, in merito alla possibilità di considerare lingua comune anche il tedesco, laddove ad esempio l'operazione coinvolga società aventi sede in stati dell'Europa Centrale.

competenti. Tale soluzione, principalmente dovuta alla peculiarità del documento di esenzione che, in linea generale, non è soggetto alla preventiva approvazione di una autorità nazionale, deve tuttavia ritenersi preferibile a quella di una passaportazione pienamente equiparata a quella di un prospetto informativo. Per quanto riguarda infatti l'ipotetica circostanza in cui il documento di esenzione debba essere sottoposto alla lente dell'autorità nazionale competente, le circostanze particolari che giustificano la predisposizione di un tale documento dovrebbero giustificare la facoltà, per ogni autorità nazionale interpellata, di valutare e rivedere il documento proposto dall'emittente, senza essere vincolata alle procedure, ai requisiti, e, soprattutto, alle eventuali omissioni di informazioni autorizzate dall'autorità competente di un altro stato membro.

Infine, si sottolinea l'assenza di un obbligo per l'emittente di pubblicare supplementi al documento di esenzione qualora si fosse in presenza di fatti nuovi significativi, di errori o altresì di imprecisioni rilevanti relative alle informazioni contenute nel documento stesso, che possano influire sulla valutazione dei titoli cui il documento pertiene³⁵⁸.

2.3 I profili informativi del documento di esenzione: peculiarità e profili critici.

Il Regolamento Delegato prevede tre distinti regimi informativi (uno "generale", uno "rafforzato" ed uno "semplificato") cui, a seconda di determinate circostanze, l'emittente di un documento di esenzione deve sottostare. In linea generale, l'art. 2, paragrafo 1, del Regolamento Delegato stesso prescrive che il documento di esenzione debba, come minimo, contenere le informazioni di cui all'Allegato I al medesimo. La struttura di tale allegato è largamente basata sugli schemi di documento di registrazione e di nota informativa relativi alle emissioni secondarie di emittenti già quotati³⁵⁹, sulla base dunque dell'assunto che anche il documento di esenzione verrebbe redatto da società appartenenti a tale categoria.

L'allegato prevede una scomposizione del documento di esenzione in sei distinte sezioni: la prima, dedicata alla individuazione delle "Persone responsabili della redazione del documento

³⁵⁸ Tali eventi potrebbero essersi verificati tra la pubblicazione del documento e il momento di ammissione alla negoziazione sul mercato regolamentato di riferimento.

³⁵⁹ Il riferimento è agli Allegati 3 e 12 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980.

di esenzione, informazioni provenienti da terzi e relazioni di esperti”³⁶⁰, la seconda concernente “informazioni sull’emittente e sulla società emittente, la società incorporata o la società scissa”³⁶¹, la terza relativa a una “descrizione dell’operazione”³⁶², la quarta riguardante “titoli di capitali offerti al pubblico o ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato ai fini

³⁶⁰ Le principali differenze tra tale prima sezione e l’articolo 3 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980 relativo alle emissioni secondarie riguarda principalmente l’inclusione di un aggiuntivo punto 1.5 nell’allegato, dedicato alle “dichiarazioni regolamentari”. Queste sono infatti volte a chiarire agli investitori che il documento di esenzione, come rilevato nei paragrafi che precedono, non costituisce un prospetto informativo ai sensi del Regolamento Prospetti, e che di conseguenza non è stato sottoposto al preventivo controllo ed approvazione da parte della pertinente autorità nazionale competente. Per quanto riguarda i rimanenti punti di tale sezione, essi riguardano, oltre ad una indicazione delle identità di tutte le informazioni riportate nei documenti di esenzione (che, nel caso della fusione, equivarranno agli amministratori), un elenco di attestazioni di responsabilità (anche in merito ad informazioni provenienti da terzi, rispetto alle quali dovrà dichiararsi che siano state fedelmente riprodotte senza omissioni che potrebbero renderle inesatte o ingannevoli), e una indicazione delle informazioni minime relative alla relazione dell’esperto (che, nel caso della fusione coinvolgente una società quotata, ci si attende venga comunque prodotta alla luce della difficoltà di coagulare il necessario consenso sociale per potervi rinunciare). La relazione dell’esperto dovrà inoltre essere inclusa nel documento di esenzione.

³⁶¹ Nel caso della fusione, tale sezione riporterà informazioni sulla emittente-incorporante e sulla società incorporata. Tra le informazioni da includere vi sono una panoramica delle attività aziendali di tali soggetti (punto 2.2) ed informazioni finanziarie mediante riferimento ai bilanci e alle semestrali dei 12 mesi precedenti. Se del caso, dovranno altresì essere incluse informazioni su tendenze, incertezze, richieste, impegni o fatti noti che potrebbero ragionevolmente avere ripercussioni significative sulle prospettive dell’emittente e, nel caso di una fusione, sulla società incorporata, per l’esercizio in corso. Non sono invece richieste informazioni relative ad eventuali operazioni con parti correlate. Al riguardo, è stato ad ogni modo correttamente osservato da G. VENEZIANO, D. MINNITI, *Acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione e scissione ed esenzione dal prospetto*, in www.dirittobancario.it, 16 aprile 2021, 12, che ci si attende ragionevolmente che un tale tipo di informazioni venga comunque pubblicato dall’emittente, in conformità con i relativi obblighi sullo stesso gravanti in virtù della relativa disciplina nazionale (per quanto concerne emittenti italiani, il riferimento è in particolare al Regolamento Consob relativo alle Operazioni con Parti Correlate, approvato con Delibera n. 17221 del 12 marzo 2010).

³⁶² Questa sezione dovrà, nello specifico, soffermarsi sulle caratteristiche della fusione contemplata, delineandone lo scopo, gli obiettivi, eventuali condizioni cui è soggetta, i fattori di rischio (consistenti nei rischi significativi specifici dell’operazione), ed il rapporto di cambio (ivi inclusa l’indicazione dei metodi di valutazione ed ipotesi utilizzati per determinare il rapporto stesso). Tale contenuto sembra dunque rispecchiare in larga parte quanto la società deve comunque includere nella relazione degli amministratori prevista dal disposto codicistico.

dell'operazione"³⁶³, la quinta dedicata all'"impatto dell'operazione sull'emittente"³⁶⁴ ed, infine, la sesta sezione contenente una indicazione dei "documenti disponibili"³⁶⁵.

³⁶³ Nell'ambito di tale sezione, dovranno essere indicati i fattori di rischio significativi specifici non tanto dell'operazione proposta (che saranno invece indicati nella precedente sezione) ma dei titoli stessi offerti agli azionisti della società incorporata (si pensi, ad esempio, al caso in cui tali titoli siano rappresentati da azioni di categoria, con limitazioni all'esercizio del diritto di voto o con particolari meccanismi di esercizio dei diritti patrimoniali: tali caratteristiche dovranno essere evidenziate nei relativi fattori di rischio). Inoltre, la sezione in oggetto dovrà contenere dettagli in merito ai titoli di capitali offerti in concambio (quali il tipo, la classe e l'ammontare), unitamente a dettagli in merito al mercato regolamentato sul quale si intende negoziarli e l'eventuale diluizione che gli azionisti della società incorporata subiranno per effetto della fusione (mediante una tabella che riporti il numero di titoli di capitale a loro afferenti e i relativi diritti di voto sia prima che dopo il completamento dell'operazione).

³⁶⁴ La descrizione relativa all'impatto che l'operazione avrà sull'emittente dovrà essere declinata sulla base di una indicazione della strategia e degli obiettivi perseguiti con la fusione. Tuttavia, tale sezione dovrà altresì contenere una breve sintesi di tutti i contratti principali sia dell'emittente sia della società incorporata che siano diversi rispetto a quelli conclusi nel corso di normali operazioni commerciali, e che siano stati interessati in modo significativo dall'operazione (di norma, verranno dunque esclusi contratti di distribuzione, di fornitura e di vendita, mentre verranno indicati i principali contratti di finanziamento cui le società sono parte, posto che le operazioni di fusione sovente rappresentano degli *events of default* ai sensi della relativa documentazione contrattuale, che ne impongono come minimo la rinegoziazione o il rimborso anticipato). La sezione in oggetto dovrà inoltre contenere, se applicabili, informazioni finanziarie c.d. "*pro forma*" relative al modo in cui l'operazione di fusione avrebbe potuto influire sull'attivo, il passivo e gli utili della società emittente, qualora fosse stata intrapresa all'inizio del periodo di riferimento (dunque dell'esercizio rispetto al quale sono stati acclusi i relativi bilanci al documento di esenzione). L'allegato contiene una puntuale indicazione dei criteri e principi in base ai quali tali informazioni "*pro forma*" devono essere redatte. In argomento, soprattutto per una puntuale analisi con riguardo alla redazione di bilanci e informazioni finanziarie nel contesto di una fusione (anche acquisitiva), cfr. L.A. BIANCHI, *La contabilizzazione delle fusioni acquisitive: le disarmonie prestabilite tra principi contabili internazionali e disciplina nazionale*, in *Riv. soc.*, 2019, 34 ss.; ma già ID., *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa: casi e questioni del diritto societario*, Egea, Milano, 2013; e ID., *Commento sub art. 2504-ter, comma 4 c.c. - Il primo bilancio successivo alla fusione*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Egea, Milano, 2006, 849 ss., a 852 ss. e ID., *Le "differenze" da annullamento della partecipazione nel "primo bilancio successivo alla fusione" (art. 2504-bis, comma 4, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 4, Utet, Torino, 2007, 331 ss.; M. DI SIENA, *Fusioni acquisitive e principi contabili internazionali. Considerazioni tributarie minime a margine del (liquido) regime della riserva da business combination*, in *Riv. Not.*, 2014, 899 ss. Per riferimenti, cfr. anche A. VICARI, *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo da annullamento e da concambio nella fusione*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Giuffrè, Milano, 2008, 175 ss.

³⁶⁵ Il riferimento è ad una serie di documenti che l'emittente dovrà mettere a disposizione del pubblico nei 12 mesi successivi alla pubblicazione del documento di esenzione, in conformità dunque con quanto previsto dall'Allegato 3 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980. Tali documenti includono: a) l'atto costitutivo e lo statuto aggiornati; b) tutte le relazioni, lettere ed altri documenti, unitamente alle informazioni finanziarie di esercizi passati, le valutazioni ed i pareri cui il documento di esenzione fa riferimento o parte

Nell'ottica di garantire che gli investitori vengano sempre posti nelle condizioni di avere tutte le informazioni necessarie per adottare una decisione di investimento informata, l'articolo 2, paragrafo 1 del Regolamento Delegato prescrive un ulteriore regime informativo, di carattere alternativo rispetto a quello appena delineato, che sostanzialmente è assimilabile a quello imposto per il prospetto informativo del Regolamento Prospetti³⁶⁶, al ricorrere di tutte le seguenti condizioni: a) l'operazione oggetto del documento di esenzione è rappresentato da una acquisizione mediante offerta pubblica di scambio e l'autorità nazionale competente ad approvare il documento di offerta ai sensi della direttiva takeover (2004/25/EC) abbia approvato preventivamente il documento di esenzione; e b) i titoli di capitale offerti non siano fungibili con titoli già esistenti ed ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato prima della acquisizione stessa, oppure l'acquisizione sia considerata una acquisizione ai sensi del principio contabile IFRS 3, paragrafo B19.

Da ultimo, il Regolamento Delegato introduce la possibilità di una informativa semplificata, qualora i titoli destinati ad essere ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato siano: i) fungibili con titoli di capitale già ammessi alla negoziazione in un mercato regolamentato; e ii) rappresentino non oltre il 10% dei titoli già ammessi. Un tale regime si pone dunque nell'ottica di facilitare quelle operazioni di fusione per le quali la società incorporante quotata non deve far fronte ad un significativo aumento del proprio capitale sociale, e dunque ad una speculare diluizione degli assetti di voto esistenti (si pensi all'ipotesi in cui la società incorporata sia di dimensioni notevolmente inferiori rispetto a quelle della incorporante, e che dunque il rapporto di cambio sia stato determinato di conseguenza). In tali casi, il documento di

dei quali sia stata direttamente inclusa nel documento di esenzione; c) altre relazioni, lettere e documenti predisposti in conformità con la direttiva 2004/25/CE o con la direttiva (UE) 2017/1132.

³⁶⁶ In particolare, ricorrendo i presupposti per una tale informativa rafforzata, la sezione 1 del documento di esenzione dovrà includere, oltre alle informazioni richieste dall'Allegato I al Regolamento, anche quelle previste (in via aggiuntiva) per il documento di registrazione dall'Allegato 1 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980. La sezione 2 dovrà invece contenere le informazioni di cui alla sezione 2 dell'Allegato I per quanto concerne la società emittente e quella incorporata. Di converso, la sezione 3 di un tale documento di registrazione dovrà contenere tutte le informazioni prescritte per la nota informativa sui titoli di capitale di cui all'Allegato 11 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980 (fatta eccezione per l'esposizione relativa alle "persone responsabili, informazioni provenienti da terzi, relazioni di esperti e approvazione da parte delle autorità competenti", in quanto già inclusa nella sezione 1. Da ultimo, le informazioni da includere nelle sezioni 4 e 5 coincidono invece con quanto richiesto per le medesime sezioni nell'Allegato I al Regolamento, mentre non vi sarà necessità di includere una lista di documenti come previsto dalla sezione 6 dell'Allegato I, poiché l'informativa riguardante i documenti disponibili è già inclusa mediante rinvio per effetto del disposto degli Allegati 1 e 11 del Regolamento Delegato (UE) 2019/980.

esenzione conterrà solamente le informazioni di cui alle sezioni 1, 3 e 5 dell'Allegato I, unitamente alle informazioni necessarie per soddisfare i punti 2.2. e 4.2 del medesimo allegato (i.e., relative ad una panoramica delle attività aziendali ed a una dichiarazione attestante la sufficienza del capitale circolante (*working capital*) dell'emittente post-fusione per la soddisfazione delle esigenze aziendali correnti.

Ad ogni modo, una società quotata emittente-incorporante partecipante ad una fusione potrà sottrarsi all'obbligo di pubblicazione di un prospetto informativo avvalendosi, in via alternativa, delle esenzioni previste dall'art. 1, paragrafo 5, lettere a) e b) del Regolamento Prospetti³⁶⁷.

³⁶⁷ Riguardanti, rispettivamente, la possibilità di omettere la pubblicazione di un prospetto informativo laddove: a) la società in questione emetta titoli fungibili con titoli già ammessi alla negoziazione nel medesimo mercato regolamentato in cui intende ammettere questi titoli di nuova emissione, a condizione che, su un periodo di 12 mesi, rappresentino meno del 20% del numero di titoli già ammessi alla negoziazione nel medesimo mercato regolamentato; oppure b) quando le azioni derivanti dallo scambio con altri titoli siano della stessa classe delle azioni già ammesse alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato e rappresentino, su un periodo di 12 mesi, meno del 20% del numero di azioni della stessa classe già ammesse alla negoziazione nello stesso mercato regolamentato. Cfr., per una puntuale analisi sul punto, K. LIEVERSE, *The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 145 ss.

CAPITOLO TERZO

FUSIONE ED INFORMAZIONE NELLA PROSPETTIVA NAZIONALE E COMUNITARIA

SOMMARIO: 1. L'informazione attraverso la MAR e implicazioni rispetto all'operazione di fusione. – 2. Il rilievo ed il significato dell'operazione di fusione oggi. Il concetto di *market efficiency* e le implicazioni nel contesto in esame. – 3. Il ruolo della MAD, i problemi di un'unica definizione e le soluzioni proposte. – 4. Il concetto di informazione privilegiata e la sua declinazione quando l'informazione riguarda un processo prolungato, come l'operazione di fusione. – 5. La nozione di informazione privilegiata nelle decisioni della Corte di Giustizia Europea. – 5.1. Il caso Daimler: il significato del ritardo e la nozione di “ragionevolezza” nella disciplina *market abuse*. – 5.2. Il caso Lafonta: le peculiarità del requisito della “precisione”. – 6. L'approdo della disciplina *market abuse*, i problemi di un'unica definizione e le soluzioni proposte. Il nuovo approccio del legislatore europeo, tra Regolamento e Direttiva: scelte di politica legislativa e loro implicazioni. – 7. L'utilizzo del c.d. “ritardo” nella *disclosure* dell'informazione societaria: quali caratteristiche e quali margini di applicabilità? – 7.1. Il significato del “ritardo”: selettività delle informazioni, comunicazioni ufficiali e timing. – 7.2. Il significato del “ritardo” nell'operazione di fusione. – 8. La disciplina dei sondaggi di mercato nell'ambito della MAR. La presunzione di insussistenza di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e la procedura semplificata. – 8.1. Le peculiarità del *market sounding* nel contesto dell'operazione di fusione.

1. L'informazione attraverso la MAR e implicazioni rispetto all'operazione di fusione.

L'interrogativo che si tenterà di affrontare nel presente capitolo riguarda specificamente quali sono i caratteri che la fusione di società quotate assume nel contesto della disciplina *market abuse*. Al riguardo, è ormai pacifico come l'informazione e il modo in cui essa è gestita nella prassi rappresenti uno degli aspetti di maggiore complessità ed attualità³⁶⁸ tra quelli che presentano riflessi in relazione alle operazioni straordinarie che coinvolgono società quotate.

Nonostante il tema oggetto di disamina l'aggregazione tra due o più società soggette ad un insieme normativo speciale e più articolato di quello civilistico, è essenziale tenere a mente come queste società si caratterizzino per meccanismi di governo societario fortemente contraddistinti da flussi di informazioni. Il corretto funzionamento di tali meccanismi, nonché la loro concreta percezione all'esterno (e dunque non solo nel contesto in cui opera l'emittente), sono a loro volta fondati sulla rielaborazione e corretta gestione di tali informazioni.

È proprio per questo che, in un'analisi che aspira a trattare la fusione delle società quotate, si richiede di approfondire il tema dell'informazione, oltre che nel contesto proprio dell'informativa ai sensi del codice civile e della disciplina comunitaria in materia di documento di esenzione, anche nel contesto *market abuse*, specificatamente per la veste che l'informativa assume in tale peculiare ambito. Difatti, tra le informazioni che acquistano rilevanza come componenti dei flussi in discorso, non possono che giocare un ruolo primario quelle informazioni qualificate come privilegiate ai sensi della disciplina sugli abusi di mercato. Tale disciplina incide infatti inevitabilmente non solo sulla qualificazione giuridica di informazione privilegiata, ma anche, considerato il ruolo dell'informazione nel contesto della fusione, sulle modalità con le quali l'operazione stessa viene condotta.

³⁶⁸ Cfr. L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, 223 ss.; P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 61 ss., a 61 s., ove l'A. osserva «[l]' informazione nel diritto societario [...] ha trovato[...] una regolamentazione pervasiva ed una razionalizzazione sistematica che hanno impresso ad essa una sorta di “mutazione generica” tale da imporre all'interprete una diversa qualificazione della fattispecie, in termini radicalmente diversi da quanto sinora esplicitamente o implicitamente assunto nell'elaborazione dottrinale. [...] L'informazione (intesa come insieme di dati conoscitivi, come processo acquisitivo e distributivo e come supporto documentale) si inserisce ora invece, “ontologicamente”, per così dire, nella fattispecie (diritto, facoltà, potere-dovere o funzione (sì da divenirne parte integrante, tratto distintivo, elemento qualificante))».

In questo capitolo si offrirà pertanto dapprima una disamina dei profili della disciplina relativa all'informazione privilegiata che si ritengono imprescindibili in relazione alle operazioni di fusione che società emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati scelgano di intraprendere. Successivamente, con qualche inevitabile cenno a profili interdisciplinari, la suddetta analisi si articolerà seguendo le linee evolutive che hanno da ultimo condotto al quadro normativo odierno, con particolare riguardo per i punti principali della disciplina MAR.

Una prima parte alla disamina verrà pertanto dedicata alla nozione di *market efficiency* come maturata nei contesti economico-finanziari, per poterne cogliere le implicazioni alla base delle problematiche sottese ai principali problemi giuridici nel medesimo ambito (*infra*, paragrafo 2). Di qui, sarà possibile proseguire con le principali tappe normative e regolamentari che in sede europea ed italiana hanno caratterizzato l'evoluzione della disciplina *market abuse* fino alla MAD (*infra*, paragrafo 3). Nel contesto di quest'ultima fonte comunitaria, specifica attenzione verrà dedicata alla nozione di informazione privilegiata, oggetto di interpretazione nei vari ordinamenti nazionali e specificatamente ai due orientamenti che la interpretano nell'ottica di nozione unitaria o a doppio livello (*infra*, paragrafo 4). Ciò si completa per mezzo di una disamina delle principali pronunce adottate dalla Corte di Giustizia Europea sull'argomento, che più hanno influenzato il successivo sviluppo della normativa, poi sfociato nella *Market Abuse Regulation* (*infra*, paragrafo 5). Quanto precede costituisce il sostrato essenziale per poter affrontare le peculiarità della nozione di processo prolungato e di informazione nell'ambito della vigente *Market Abuse Regulation*, con specifico riguardo anche per istituti che assumono un'importanza significativa, quali la possibilità di ritardare la comunicazione al mercato e i sondaggi di mercato (*infra*, paragrafi 6, 7, 8).

2. Il rilievo ed il significato dell'operazione di fusione oggi. Il concetto di *market efficiency* e le implicazioni nel contesto in esame.

La crescente importanza della fusione come modalità di realizzazione di sinergie aziendali, di cui si è dato atto nell'Introduzione al presente studio, sia nel mercato italiano sia nei mercati internazionali ha contribuito, negli ultimi anni, ad arricchire la disciplina della fattispecie in esame di una dimensione più dinamica e complessa.

Per quanto riguarda specificatamente operazioni di fusione condotte da società quotate, una valenza peculiare è assunta dalle tematiche connesse alla regolazione dei c.d. *insider* e dei

corrispondenti obblighi pubblicitari e di *disclosure* nei confronti del pubblico³⁶⁹. Si pensi, per fornire un breve ma significativo esempio, alle innumerevoli opportunità di concludere transazioni sul mercato adoperando informazioni riservate di natura privilegiata che determinati soggetti abbiano ottenuto in virtù della propria posizione nel procedimento di fusione stesso³⁷⁰. Tuttavia, l'operazione di fusione, ed in particolare quella che interessa società quotate, si inquadra in una cornice più ampia, che si contraddistingue innanzitutto per il ruolo in essa svolto dal mercato dei capitali: garantire l'allocazione ottimale dei risparmi verso gli investimenti più adeguati, in una prospettiva che coniughi profili di rischio e ritorno.³⁷¹

Gli aspetti appena accennati richiedono ad ogni modo una preliminare precisazione del significato dell'espressione "efficienza del mercato". La locuzione rappresenta principalmente la misura in cui il prezzo³⁷² di uno strumento finanziario "incorpora" le informazioni disponibili

³⁶⁹ Piace qui ricordare L. LOSS, J. SELIGMAN, A. PAREDES, *Fundamentals of Securities Regulation*, Wolters Kluwer, New York, 1998, 7, i quali nel tracciare il perimetro e i futuri ambiti di espansione della materia descrivono il principio portante dell'attività legislativa statunitense come "*disclosure, again disclosure, and still more disclosure*". Nell'ambito bancario, uno studio condotto su mercato statunitense ha dimostrato come l'informazione e la *disclosure* non siano però una scelta del tutto disinteressata. Al contrario, *firms' incentive to produce and disseminate public information is affected by various institutional mechanisms in a country's financial markets*. Sul punto, Q. CHEN, R. VASHISHTHA, *The Effects of Bank Mergers on Corporate Information Disclosure*, in *J. Acct. & Econ.*, 2017, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2418752>, i quali rinviano anche ad altri AA. espressi in senso conforme: R. BALL, S. KOTHARI, A. ROBIN, *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*, in *J. Acct. & Econ.*, 2000, vol. 29, n. 1, 1 ss.; C. LEUZ, D. NANDA, P.D. WYSOCKI, *Earnings management and investor protection: An international comparison*, in *J. Fin. Econ.* 2003, vol. 69, n. 3, 50 ss.; R.M. BUSHMAN, J.D. PIOTROSKI, A.J. SMITH, *What determines corporate transparency?*, in *J. Acct. Research*, 2004, vol. 42, 207 ss.; C.D. EWELL, *Rule 10b-5 and the Duty To Disclose Merger Negotiations in Corporate Statements*, consultabile all'indirizzo <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=7055&context=yj>.

³⁷⁰ P.L. DAVIES, *The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure*, in *European Insider Dealing. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1991, 244 ss. In argomento cfr. altresì N. REICHMAN, *Breaking Confidence: Organizational Influences on Insider Trading*, in *Sociological Quarterly*, 1989, vol. 30, n. 2, 185 ss.

³⁷¹ Ne consegue che l'obbligo di comunicazione dell'informazione privilegiata e il divieto di *insider trading*, entrambi oggetto di approfondimento *infra*, si giustificano anche in una prospettiva economica, oltre che giuridica. Al riguardo, K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A: Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2017, vol. 46, n. 6, 756 ss., a 768; A. FERRELL, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Comp. L.*, 2007, vol. 2, 81 ss.; C. LEUTZ, R.E. VERRECCHIA, *The Economic Consequences of Increased Disclosure*, in *J. Acct' Research*, 2000, vol. 38, 91 ss. Cfr anche L. KLÖHN, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, 2014, 51 ss.

³⁷² Esso è composto, a rigore, di due distinti prezzi: il prezzo di offerta (o *bid price*) e il prezzo di domanda (o *ask price*). La differenza tra i due (o *bid-ask spread*) è così misura del grado di liquidità di uno strumento

riguardo allo stesso. Nel caso in cui il prezzo di mercato non rispecchi pienamente l'insieme di informazioni disponibili su un dato titolo, potrebbero sorgere delle opportunità di conseguire un profitto, completando transazioni fondate proprio su tali informazioni (c.d. *insider dealing*). Le Autorità di vigilanza del settore (fra tutte, Consob ed ESMA) ripongono grande fiducia nella capacità dei prezzi di mercato di incorporare le informazioni relative al titolo cui si riferiscono. Un mercato efficiente postulerebbe così l'esistenza di un *informative price*, ossia di un prezzo capace di riflettere accuratamente le informazioni relative ai *fundamentals* di un emittente, rappresentandone così il valore intrinseco (c.d. *intrinsic value*)³⁷³. Nell'ambito di un'economia di mercato, un prezzo determinato in base ai summenzionati criteri di efficienza aiuterebbe ad operare una selezione degli emittenti che riescono a catalizzare i fondi messi a disposizione dalla generalità degli investitori: prezzi fondati su informazioni relative all'andamento di un'operazione complessa ma potenzialmente rivoluzionaria per la vita di due società – come una fusione – possono assistere tali investitori nel determinare le loro scelte allocative, promuovendo così, in ultima analisi, una crescita economica. Anche per tale ragione, l'efficienza informativa³⁷⁴ dei mercati di capitali rappresenta una caratteristica imprescindibile per un sistema finanziario che voglia, a propria volta, definirsi efficiente³⁷⁵.

finanziario. Minore lo *spread* tra domanda e offerta, più semplice sarà per il detentore riuscire a disfarsi della proprietà dello strumento monetizzandolo (sul punto N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, *Bid-ask spread, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017). Per comodità espositiva, nelle prossime pagine si farà tuttavia riferimento ad un prezzo unico.

³⁷³ P.C. TETLOCK, *Liquidity and Prediction Market Efficiency*, maggio 2008, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=929916>.

³⁷⁴ Sulla disciplina dell'informativa societaria, benché pre-riforma, non si ritiene di poter prescindere da un rinvio a G. FERRARINI, *L'informazione continua delle società quotate*, I ciclo di lezioni "Emilio Moar" tenutosi presso Università Cattolica del Sacro Cuore, ottobre 1993, 73; C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998, 249; F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob (prima parte)*, in *Società*, 1999, 398 ss.; R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Cedam, Padova, 2004, 196 ss. Nella letteratura più recente, M. CERA, *L'informazione societaria in Italia: norme e interessi tra passato e futuro*, in *AGE*, 2013, 23 ss.; G. ZANARONE, *La tendenziale transtipicità dell'informazione societaria (un processo ancora incompiuto)*, in *AGE*, 2013, 7 ss.; G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Cedam, Padova, 2012; G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 1047 ss.; P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Impresa, società di capitali, mercati finanziari*, Giappichelli, Torino, 2017, 42 ss.

³⁷⁵ J.C. ALEXANDER, D. GOFF, P.P. PETERSON, *Profitability of a Trading Strategy Based on Unexpected Earnings*, in *Fin. Analysts J.*, 1989, vol. 45, n. 4, 65 ss.; C. AVERY, P. ZEMSKY, *Multi-Dimensional Uncertainty and Herding in Financial Markets*, in *Am- Econ. Rev.*, 1998, vol. 88, n. 4, 724 ss.; H. BESSEMBINDER, C. KALOK, *Market Efficiency and the Returns to Technical Analysis*, in *Fin. Management*, 1998, vol. 27, n. 2, 5 ss.; S. BIKHCHANDANI,

Da ultimo, parte della dottrina in ambito finanziario ha sottolineato come, in un mercato efficiente, ci si debba attendere che i prezzi reagiscano solo a quegli aspetti delle informazioni comunicate dagli emittenti non già attesi dagli investitori – in altri termini, ad aspetti imprevisi, inopinati, o comunque accolti con un certo grado di sorpresa³⁷⁶. Una volta in possesso l'informazione inattesa, gli investitori la processerebbero, mutando di conseguenza le proprie aspettative sul corso e sulle prospettive di andamento del titolo cui detta informazione si riferisce (ad esempio, aggiustando il tasso di rendimento richiesto, da utilizzare quale parametro per scontare i flussi di cassa prodotti dallo strumento finanziario). Tali mutate aspettative verrebbero successivamente incorporate nel prezzo dello strumento per effetto di transazioni sullo stesso vengono compiute a seguito della comunicazione dell'informazione. In sintesi, dunque, da un lato, gli operatori di mercato che riterranno l'attuale prezzo del titolo non offra un corrispettivo sufficiente per il rischio che vi è abbinato tenderanno a vendere o addirittura a vendere allo scoperto. Dall'altro lato, gli operatori con visioni opposte procederanno all'acquisto del medesimo titolo. In tal modo, il mercato giungerà a determinare il prezzo al quale è possibile riscontrare un equilibrio tra le divergenti posizioni espresse dagli operatori a seguito della diffusione di un'informazione.

Dalla rapida disamina appena svolta emerge come, per quanto riguarda operazioni di fusione condotte da società quotate, assumano una valenza peculiare tematiche connesse alla regolazione dei c.d. *insider* e a corrispondenti obblighi pubblicitari e di *disclosure* nei confronti del pubblico: si pensi, ad esempio, alle innumerevoli opportunità di concludere transazioni sul mercato adoperando informazioni riservate di natura privilegiata che determinati soggetti abbiano ottenuto in virtù della propria posizione nell'ambito del procedimento di fusione stesso³⁷⁷.

D. HIRSHLEIFER, I. WELCH, *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades*, in *J. Pol. Econ.*, 1992, vol. 100, n. 5, 992 ss.; M. BOUJELBENE ABBES, Y. BOUJELBENE, A. BOURI, *Overconfidence Bias: Explanation of Market Anomalies French Market Case*, in *J. App. Econ. Sciences*, 2009, vol. 4, n. 1, 12 ss.; A. BRAV, C. GECZY, P.A. GOMPERS, *The Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings Revisited. Working paper*, Harvard University, 1995.

³⁷⁶ F. JOVANOVIĆ, *A comparison between qualitative and quantitative histories: the example of the efficient market hypothesis*, in *J. Econ. Methodology*, 2018, vol. 25, n. 4, 291 ss.; C. CALHOUN, *Efficient market hypothesis*, in *Dictionary of the Social Sciences*, Oxford University Press, Oxford, 2002.

³⁷⁷ P.L. DAVIES, *The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure*, in *European Insider Dealing. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1991, 244 ss.; C.D. EWELL, *Rule 10b-5 and the Duty To Disclose Merger Negotiations in Corporate Statements*, consultabile all'indirizzo <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=7055&context=yjlj>.

In quanto procedimento complesso, la fusione vede infatti il coinvolgimento di un rilevante numero di attori, ciascuno chiamato a rivestire uno o più ruoli cruciali per completare il percorso di integrazione di due società – il riferimento è alle rispettive strutture di vertice delle società partecipanti alla fusione, ma anche ai rispettivi consulenti legali, contabili e finanziari, cui spesso il *board* affida in *outsourcing* la determinazione di aspetti-chiave³⁷⁸, nonché all'esperto incaricato di fornire il proprio parere sul progetto di fusione e ad eventuali soci o investitori esterni fatti oggetto di *disclosure* selettiva tramite lo strumento dei sondaggi di mercato, di cui si tratterà più avanti (spec. paragrafo 8 che segue). Tra le operazioni in cui gli *insider* sono coinvolti rientrano di certo le fusioni, che appartengono con tutta probabilità alle ipotesi che più di altre rappresentano un contesto rilevante per la normativa *market abuse*³⁷⁹.

L'equo trattamento di ogni partecipante al mercato è infatti elemento chiave per l'integrità e l'efficiente funzionamento del mercato stesso. Un aspetto fondamentale di tale equità è rappresentato dal fatto che tutti gli investitori debbano avere accesso alle informazioni necessarie per inizialmente valutare e successivamente operare sui titoli ammessi alla negoziazione sul mercato. E così, tra le leggi e le regolamentazioni in materia di promozione dell'equità ed efficienza del mercato, sono a pieno titolo incluse quelle relative alla comunicazione di informazioni privilegiate e alla proibizione dell'*insider trading*³⁸⁰.

Alla luce di quanto precede, appare così naturale che, per garantire il mantenimento della fiducia nel mercato da parte di tutti i soggetti che, a vario titolo, vi operano, gli emittenti strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati nell'Unione Europea siano tenuti a comunicare al

³⁷⁸ S.M. BAINBRIDGE, M. TODD HENDERSON, *Outsourcing the Board*, Cambridge University Press, Cambridge, 2018.

³⁷⁹ P.L. DAVIES, *The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure*, in *European Insider Dealing. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt, E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1991, 244 ss.

³⁸⁰ V. lo studio di U. BHATTACHARYA, H. DAOUK, *The World Price of Insider Trading*, in *J. Finance*, 2002, vol. 57, n. 1, 75 ss., che rileva come, in 87 su 103 stati sovrani, fosse possibile riscontrare disposizioni tese a vietare l'*insider trading*. In argomento, v. anche IOSCO, *Insider Trading. How Jurisdictions Regulate It*, 2003, 1 ss., consultabile all'indirizzo www.iosco.org, ove si nota come *nearly every jurisdiction* abbia introdotto il divieto di *insider trading* nel proprio ordinamento giuridico. Nella dottrina nazionale, cfr. A. BARTALENA, *L'insider trading*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo, G.B. Portale, vol. X, Giappichelli, Torino, 1993; S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale delle società*, a cura di L.D. Cerqua, I, Cedam, Padova, 2010, 801 ss.; A. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la tutela penale del risparmio*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto fra giuristi ed economisti*, a cura di P. Abbadessa, F. Cesarini, Il Mulino, Bologna, 2007, 169 ss.; F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2016, 2 ss.

pubblico informazioni che li riguardino direttamente. Sul punto si avrà modo di ritornare con maggiore dettaglio nelle prossime pagine (*infra*, paragrafo 3 e seguenti), tuttavia, è utile evidenziare sin d'ora come, sebbene distinguere la cornice di un'informazione privilegiata e soprattutto riconoscerne la ricorrenza sia già di per sé impresa non immediata, ancor più complesso appare svolgere tale opera in un contesto quale quello della fusione che, per propria natura, costituisce un fenomeno “a formazione progressiva”.

Nonostante alcune informazioni privilegiate divengano tali per effetto dell'operare di cause “esterne”, che obbligano una determinata società alla comunicazione, la fusione rappresenta un'ipotesi in cui l'informazione privilegiata nasce, per lo meno in parte, all'interno delle stesse società emittenti partecipanti alla fusione: il riferimento è infatti alle complesse operazioni di negoziazione del progetto *ex art. 2501-ter c.c.*, ma anche agli elaborati *iter* procedurali necessari per giungere, da ultimo, alla sottoscrizione dell'atto di fusione dinanzi al notaio. Adottando una posizione conservativa, si potrebbe ritenere che fino all'iscrizione dell'atto di fusione presso l'ultimo registro delle imprese competente nel territorio in cui una delle società partecipanti abbia sede il fenomeno non produca effetti giuridici (poiché, in un certo senso, l'esito finale della fusione stessa rimarrebbe ancora incerto).³⁸¹ Tuttavia, a differenza del momento a partire dal quale la fusione potrà produrre i propri effetti giuridici, i precisi momenti a partire dai quali la comunicazione di determinate informazioni classificate come privilegiate dovranno essere comunicate al mercato saranno scanditi in misura più dinamica. Tale dinamicità comporta, inevitabilmente, un certo grado di discrezione da parte degli emittenti coinvolti nella valutazione sia di quando l'informazione stessa rispetti i requisiti necessari per procederne alla comunicazione, sia delle concrete modalità e tempistiche con cui tale comunicazione deve essere condotta. Di conseguenza, l'intero assetto di divulgazione al pubblico di informazioni privilegiate che sorgano nel contesto di una fusione si contraddistingue per fare emergere con ancora maggiore evidenza eventuali rischi di *compliance*, richiedendo di rileggere l'operazione di fusione alla luce delle recenti innovazioni normative che si sono presentate nel panorama comunitario, soprattutto in ambito *market abuse*.

³⁸¹ Sul punto, ampiamente, v. M. DI SARLI, *Commento sub art. 2504-bis*, in *Commentario alla Riforma delle società*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, in *Trasformazione – Fusione – Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Egea, Milano, 2006, 843 ss.; U. LA PORTA, *Gli effetti dell'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese tra vecchia e nuova disciplina*, in *Riv. not.*, 1992, II, 651 ss.

3. Il ruolo della MAD, i problemi di un'unica definizione e le soluzioni proposte.

L'esistenza di una cornice regolamentare comune è da sempre stata considerata di primaria importanza per la creazione e l'efficiente funzionamento del mercato comune europeo. Tuttavia, nei primi decenni dell'esperienza della Comunità Economica Europea, l'opera di armonizzazione dei divergenti regimi nazionali era di fatto, nelle occasioni più delicate, ufficiosamente demandata dalla Commissione alle sentenze della Corte di Giustizia³⁸²(in quanto organo giudiziario "slegato" da logiche di opportunità politica e, dunque, capace di tutelare maggiormente principi sovranazionali di maggiore integrazione)³⁸³. Ad ogni modo, un'armonizzazione lasciata solamente all'azione della Corte non avrebbe potuto raggiungere quel grado di incisività che il progetto comune si proponeva di conseguire e, benché forse potesse essere risolutiva per ricondurre degli Stati Membri più reticenti di altri ad aggiornare le proprie normative, era inidonea a configurarsi quale vero e significativo strumento per una riforma più estesa e strutturata.³⁸⁴ Nel 1985, si giungeva così alla pubblicazione, da parte della

³⁸² Si pensi al caso *Van Gend en Loos* (Sentenza della Corte del 5 febbraio 1963, *NV Algemene Transport- en Expeditie Onderneming van Gend & Loos contro Amministrazione olandese delle imposte*, Domanda di pronuncia pregiudiziale: Tariefcommissie - Paesi Bassi, Causa 26-62, ECLI identifier: ECLI:EU:C:1963:1), in cui la Corte ebbe l'occasione di statuire la natura sovranazionale della Comunità Europea e, di conseguenza, il proprio potere di adottare pronunce direttamente incidenti sugli ordinamenti degli Stati Membri. Fra i casi principali si segnalano *Cassis de Dijon* (C 120/78) e *Keck* (C 268/91), entrambi adottati in materia di libero mercato per conseguire l'abbattimento delle preesistenti barriere al libero commercio fra Stati Membri. In argomento, spec. sul ruolo della Corte di Giustizia, cfr. T. CONNOR, *Goods, persons, services and capital in the European Union: jurisprudential routes to free movement*, in *German L. J.*, 2010, vol. 11, n. 2, 159 ss.; A. STONE-SWEET, *The European Court of Justice and the judicialization of EU governance*, in *Living Reviews in EU Governance*, 2010, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1583345> e L. AZOULAI, *The Court of Justice and Social Market Economy: The Emergence and the Conditions for its realization*, in *Common Market L. Rev.*, 2008, vol. 45, n. 5, 1335 ss.

³⁸³ Una rilevante eccezione, per i temi che rilevano nella trattazione che ci si accinge a svolgere in tale capitolo, è rappresentata dalla Direttiva 79/279/CEE, che per prima ha introdotto l'obbligo per l'emittente strumenti finanziari quotati di informare il pubblico circa l'insorgenza di "fatti nuovi importanti che si sono verificati nella sua sfera di attività che non sono di dominio pubblico, ma che possono ma che possono, data la loro incidenza sulla situazione patrimoniale o finanziaria o sull'andamento generale degli affari della società, provocare un'importante variazione del corso delle sue azioni" (cfr. art. 5, lett. a), schema C dell'allegato alla Direttiva 79/279/CEE). Tale obbligo di divulgazione è stato recepito in Italia tramite il Regolamento Consob n. 5553 del 14 dicembre 1991.

³⁸⁴ Cfr. E. LOMNICKA, *The Internal Financial Market and Investment Services*, in *EC Financial Market Regulation and Company Law*, a cura di M. Andenas & S.K. Slade, Sweet & Maxwell, London, 1993, 82-86; N. POSER, *Automation of Securities Markets and the EC's Proposed Investment Services Directive*, in *Law and Contem. Probs.*, 1992, vol. 55, 29. Più diffusamente, sull'opera legislativa comunitaria in materia di mercati finanziari, v. N.

Commissione presieduta da Jacques Delors, di un *White Paper* sul mercato interno³⁸⁵, nel quale veniva chiaramente scandito l'obiettivo primario dell'organo comunitario: perseguire una politica di rimozione di tutti gli ostacoli che impedivano il raggiungimento di una piena integrazione del mercato. In relazione all'ambito dei mercati finanziari, il *White Paper* postulava la completa liberalizzazione del mercato dei capitali, l'integrazione dei mercati nazionali dei servizi finanziari e la creazione di una cornice regolatoria comune per la supervisione, la concessione di licenze e l'operatività delle istituzioni finanziarie. A tale documento seguì la *Insider Dealing Directive* (IDD) del 1989, adottata – come suggerito dal nome stesso – con un'attenzione quasi esclusiva per l'*insider dealing*, ma che tuttavia rappresentava anche il primo tentativo di considerazione, nel contesto comunitario, della figura di informazione privilegiata.³⁸⁶ La direttiva in discorso è stata successivamente recepita nell'ordinamento italiano

MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2002, 6-82 e E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.

³⁸⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Completing the internal market, White Paper from the Commission to the European Council*, COM (85) 310 final, giugno 1985. Sull'attività legislativa di Delors e sul *White Paper*, cfr. K. ENDO, *The Presidency of the European Commission under Jacques Delors: The Politics of Shared Leadership*, Palgrave Macmillan, Londra, 1999; G. ROSS, J. JENSON, *Reconsidering Jacques Delors' leadership of the European Union*, in *J. Eur. Integration*, 2017, vol. 39, n. 2, 113 ss. (analysing « Delors' successes, beginning with the 1985 Single Market program, an exercise that presented innovative win-win proposals to member states that unleashed energy that could be invested in new projects. [...] The decline of Delors' leadership became clear when member states refused to support his 1993 White Paper on Growth, Competitiveness, and Employment [...]»).

³⁸⁶ Quest'ultima definita come l'informazione che «non è stata resa pubblica, che ha carattere preciso e che concerne uno o più emittenti di valori mobiliari o uno o più valori mobiliari e che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sul corso di tale o tali valori immobiliari» (cfr. Art. 1(1) della IDD). Come si ha modo di notare, tale nozione non si presterà in futuro a significativi mutamenti, mantenendo invece inalterata la propria struttura portante (P. ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 749 ss.; P. CASELLA, *La legge sulla repressione dell'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 858 ss.; S. WOLFF, *Recent developments in European Union securities law*, in *Denver J. Int'l L. and Pol'y*, 2002, vol. 30, n. 3, 292 ss.; G. FERRARINI, *The European Market Abuse Directive*, in *Common Market L. Rev.*, 2004, vol. 41, n. 3, 711 ss. («The new Directive has a wider scope than the previous one as it also forbids market manipulation. Furthermore, it includes new rules on insider dealing in an effort to strengthen regulatory enforcement in this area. The need for a new directive covering both insider dealing and market manipulation was stressed by the Commission's Financial Services Action Plan and by the Lamfalussy Report on the Regulation of European securities Markets. This Report proposed the introduction of new legislative techniques based on a 4-level approach, consisting of framework principles, implementing measures, co-operation and enforcement. The Directive reflects this approach as well as that of the Resolution adopted by the Stockholm European Council of March 2001. The Market Abuse Directive is an important step in the Financial Services Action Plan»)). In argomento, e più diffusamente, sull'evoluzione storica della disciplina *market abuse* nel contesto comunitario, N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 699 ss. e L. ENRIQUES, M. GATTI,

per mezzo della Legge 17 maggio 1991, n. 157, che, salvo alcuni minori adattamenti lessicali, ha mantenuto fondamentalmente inalterata la definizione di informazione privilegiata ivi contenuta.

Successivamente, nell'ambito dei preparativi volti all'introduzione dell'Euro quale valuta comune, nel 1998 il Consiglio ha richiesto alla Commissione di predisporre una proposta di cornice normativa per un mercato comune europeo degli strumenti finanziari. Tale richiesta è sfociata, l'anno seguente, nella presentazione del *Financial Services Action Plan* (FASP), che per la prima volta ha incluso l'ulteriore proposta di rafforzare il disposto della IDD con una direttiva dedicata alla manipolazione del mercato³⁸⁷.

Le disposizioni sino ad allora in vigore non erano infatti adatte a regolare un mercato finanziario integrato, in cui gli investitori potevano contestualmente accedere a una pluralità di mercati regolamentati, situati in ogni Stato Membro. Così, stante la significativa variazione registratasi nella composizione del pubblico degli investitori e la crescita del volume degli investimenti transnazionali (ivi incluso il numero e la significatività delle operazioni di negoziazione condotte su base *cross-border*), si è compreso come tali operazioni necessitassero tuttavia di interventi più incisivi in relazione alla cornice regolatoria deputata alla loro disciplina, così da consentire una tutela dal carattere più efficace. Gli interventi in parola avrebbero però potuto meglio concretizzarsi per mezzo di un sistema di regole uniforme volto univocamente a vietare condotte potenzialmente pericolose per la stabilità dei mercati, come, ad esempio, le manipolazioni dei corsi azionari, la disseminazione al pubblico di false informazioni, nonché l'*insider trading*³⁸⁸. Un sistema di regole uniforme avrebbe potuto infatti costituire un valido

Is there a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?, in *Stanford J. L. Bus. & Fin.*, 2008, vol. 14, n. 1, 43 ss.

³⁸⁷ Cfr. COMMISSIONE EUROPEA, *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232 final, maggio 1999, 6 ss. L'instaurazione di un quadro giuridico comune per mercati integrati dei valori mobiliari e dei derivati richiedeva infatti, nell'ottica della Commissione, la messa a punto di una cornice normativa che consentisse una effettiva prestazione, su scala potenzialmente transfrontaliera, dei servizi d'investimento finanziario. Tale cornice avrebbe tuttavia richiesto, *inter alia*, oltre all'adozione di una direttiva dedicata alle manipolazioni del mercato, anche norme più dettagliate in materia di tutela degli investitori. In argomento, G. FERRARINI, *The European Market Abuse Directive*, in *Common Market L. Rev.*, 2004, vol. 41, n. 3, 711.

³⁸⁸ Sul punto, E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A legal and Economic Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2005, 239 ss. Per una analisi complessiva dei profili sanzionatori penalistici, cfr. F. D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio e la manipolazione del mercato*, in *Diritto penale delle società*, a cura di L.D. Cerqua, G. Canzo, Cedam, Padova, 2010, 897 ss.

deterrente avverso pratiche che turbino il regolare svolgimento delle operazioni caratterizzanti i mercati finanziari, evitando ricadute in termini reputazionali (con conseguente perdita di fiducia) da parte degli investitori.³⁸⁹ Dinanzi a tale complesso quadro e alle ancor più articolate problematiche che esso comportava, la Commissione ha compreso la necessità di procedere più speditamente verso una cornice normativa armonizzata. Ciò anche nella prospettiva di, se non rimuovere, almeno attenuare conflitti con norme nazionali e una competizione tra ordinamenti verso una regolamentazione meno invasiva possibile, anche al fine di attrarre

³⁸⁹ Esempi emblematici in tal senso sono rappresentati dai casi Adelphia, WorldCom ed Enron, ampiamente esaminati in S. TARGETT, *State Street's two-way flow of trust: The bank's 'old-fashioned' reputation has helped it in the era of Enron and WorldCom*, in *Financial Times*, 2 luglio 2002, 30; I.J. ROBINSON, *WorldCom-Enron-Adelphia-Tyco et al.: guidelines and cautions for persons serving as directors of corporations - public or private*, in *Int'l Bus. Lawyer*, 2002, vol. 30, n. 8, 339 ss.; K. NAUGHTON, in *Newsweek*, 5 agosto 2002, 24; M. O'ROURKE, *The Value of Reputation*, in *Risk Management*, 2012, vol. 59, n. 3, 52 ss. («Companies with positive reputations attract more consumer and stockholder interest and frequently see their market share improve, while those on the other end of the spectrum may quickly find that their days in the marketplace are numbered. As a result gauging reputation and figuring out ways to improve it have become a priority for many companies as they strive for future success. Although the American public has grown increasingly disillusioned with big business in general as the economy has faltered, many companies have still been able to see their reputations improve and their businesses thrive. Considering the level of success it has achieved, it is little surprise, then, that Apple has the best reputation among the US public, according to Harris Interactive's annual brand reputation poll»); R. LOWENSTEIN, *Review / Books: Greed Isn't Good*, in *Wall Street Journal*, 11 aprile 2003, W.1 («That example is fictional but in no way exaggerates the imagination of practitioners. Thus, as Mr. [Frank Partnoy] relates, while the size of annual reports has doubled, shareholders, executives and directors understand less and less about what the whizzes on the trading floors are up to. Mr. Partnoy relays a disturbing quotation from a director of General Electric, a big derivatives user (as are most major corporations), who admits that the board has never held a full-fledged discussion on derivatives. He reserves particular scorn for the credit-rating agencies that dumbly monitor GE's credit and the regulators that oversee it. Straining to make the connection, Mr. Partnoy asserts that Enron failed because it housed many businesses (some of them profitable) under a costly structure and that, "after Enron's demise," many other shareholders -- of WorldCom, Adelphia, Tyco and so on -- would reject similar "structures" as too costly. That is a needlessly convoluted and, what's more, weak explanation for what, it would seem, were garden-variety frauds. Similarly, Mr. Partnoy attempts to loop Internet mania into his already over-freighted narrative, asserting that "in such a hopelessly complex environment," Internet companies "seemed like reasonable investments." That is not why people bought Internet stocks. This bias gives rise to an unseemly attack on Arthur Levitt, the former Securities and Exchange Commission chairman. While Mr. Levitt zeroed in on important issues, such as the conflict of interest of auditors and the tendency of companies to "manage" (i.e., distort) their earnings, he made little progress on derivatives. Mr. Partnoy tells us that Mr. Levitt's reputation as an investor advocate was undeserved. Then he tells us again. Though other officials, including Alan Greenspan and Robert Rubin, were emphatic defenders of derivatives, too, and though derivatives are not the primary responsibility of the SEC, Mr. Partnoy cannot forgive a regulator his good reputation. Soon he is telling us that Mr. Levitt "wasn't always liked or respected" and that he appeared at an interview loaded with Christmas presents purchased from -- horrors! -- "expensive boutiques.»).

In tutti questi contesti, a seguito di abusi di mercato, si è registrata una ridotta fiducia degli investitori e un conseguente periodo di innumerevoli vendite e crollo dei corsi di borsa di strumenti finanziari. V., in merito, E. AVGOULEAS, *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead*, in *Global Business & Development L. J.*, 2005, vol. 18, n. 2, 179 ss.

domiciliazioni di istituzioni finanziarie e conseguenti flussi di investimenti a scapito di altri Paesi Membri con norme più restrittive.

Al riguardo, il *Forum of European Securities Commissions* (FESCO)³⁹⁰ già aveva raccomandato che tale iniziativa di adozione di una nuova direttiva fosse modellata sulle recenti riforme legislative svoltesi nel Regno Unito, che avevano condotto all'adozione del *Financial Services and Markets Act* (di seguito, per comodità, FSA) del 2000³⁹¹. Nello specifico, ai sensi dell'FSA, l'*insider dealing*, la manipolazione del mercato e i fenomeni di *unlawful disclosure* erano compresi nell'ambito precettivo di un'unica disposizione (la *Section 118*), dedicata in generale agli abusi di mercato³⁹². Tale suggerimento è stato accolto dalla Commissione e, da ultimo, ha contribuito ad attribuire alla direttiva *market abuse* (nota come MAD) la propria struttura definitiva, che affianca alle disposizioni in materia di *insider dealing* prescrizioni ulteriori, specificatamente concernenti la disciplina della manipolazione del mercato (art. 5) e gli obblighi di divulgazione (art. 6)³⁹³.

La definizione di una nozione di informazione che potesse rilevare al tempo stesso sia ai fini del divieto di *insider trading* sia degli obblighi di comunicazione al mercato è dunque avvenuta con tale ultima direttiva, che ha introdotto nell'ordinamento comunitario una nozione capace di trovare applicazione in entrambi tali ambiti (pure essendo tuttavia, come precedentemente accennato), costruita sulla base di quella già rinvenibile all'interno della IDD)³⁹⁴.

³⁹⁰ Si tratta di una organizzazione comunitaria, costituita nel 1997 e formata dalle Autorità di vigilanza sui mercati finanziari dei Paesi Membri, con l'intenzione di realizzare un effettivo mercato unico dei servizi finanziari attraverso una stretta collaborazione delle varie autorità nazionali (per tutti, F. DEMARIGNY, *The Forum of European Securities Commissions (FESCO): an Answer to the Needs of a European Single Market for Financial Services*, in *Rev. écon. finan.*, 2000, vol. 60, n. 5, 125 ss.). Il FESCO è stato successivamente trasformato nel CESR e quindi sostituito nel 2009 dall'ESMA.

³⁹¹ FESCO, *2000 Market Abuse Report*, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu, 6-7.

³⁹² Per un commento sul punto, v. J.L. HANSEN, *The New Proposal for a European Union Directive on Market Abuse*, in *Univ. Penn. J. Int'l Econ. L.*, 2002, vol. 23, n. 2, 241 ss.

³⁹³ In argomento, J.L. HANSEN, *MAD in A Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, vol. 15, n. 2, 183 ss.

³⁹⁴ La definizione di informazione fornita dalla MAD è stata successivamente trasposta nell'ordinamento italiano per mezzo dell'art. 180 TUF, in virtù del quale si considera privilegiata l'informazione che sia "di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari". In argomento, anche in prospettiva pre-riforma, F. MUCCIARELLI, *Commento sub art. 180-184 TUF*, in *Comm. breve leggi pen. complementari*, a cura di Palazzo e Paliero, Cedam, Padova, 2007, 713 ss.; S. SEMINARA, *Commento sub art. 180 TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano 2002, 810 ss.; A. BARTALENA, *Commento sub artt. 180-*

La rinnovata cornice regolamentare comunitaria³⁹⁵, introdotta per mezzo della MAD, si inserisce altresì in un contesto caratterizzato da una attività di legiferazione da parte degli organismi comunitari improntata ai principi della c.d. procedura Lamfalussy³⁹⁶ e da un approccio all'attività normativa emerso nel 2001 a seguito della pubblicazione del *Wise-Men Report*³⁹⁷. L'elemento chiave previsto da tale procedura era la separazione tra il momento di enunciazione di scelte politiche di principio (tra cui, ad esempio, la strategia di repressione degli abusi di mercato che si intende perseguire), da racchiudere in direttive dal carattere generale, e la predisposizione di regole di dettaglio di natura tecnica. Queste ultime avrebbero dovuto essere specificate in testi normativi di rango inferiore rispetto a quello di una direttiva, in quanto

187 TUF, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. II, Giuffrè, Milano, 1999, 1988 ss.; G.L. CARRIERO, *Commento sub art. 180 TUF*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, III, Padova, 1998, 1654 ss.; M.L. ERMETES, *Commento sub art. 180 TUF*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 979 ss.

³⁹⁵ Il *framework* è ben rappresentato in M.M. SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *L. & Fin. Markets Rev.*, 2008, vol. 2, n. 1, 39 ss.

³⁹⁶ Per una disamina delle procedura, K. LANNON, M. LEVIN, *Securities market regulation in the EU: everything you always wanted to know about the Lamfalussy procedure*, in *Centre for European Policy Studies*, aprile 2004 e A. DOCTERS VAN LEEUWEN, F. DEMARIGNY, *Europe's securities regulators working together under the new EU regulatory framework*, in *J. Fin. Reg. & Comp.*, 2004, vol. 12, n. 3, 206 ss. Per quanto concerne invece la specifica applicazione al contesto dell'evoluzione normativa maturata in ambito *market abuse*, J. COFFEY, J.O. SOMNIER, *The Market Abuse Directive – The First Use of the Lamfalussy Process*, in *J. Int'l Bank. L. & Reg.*, 2003, vol. 18, n. 9, 370 ss.

³⁹⁷ CONSIGLIO EUROPEO, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 2001. Il Comitato dei *Wise Men* era stato costituito dal Consiglio Europeo il 17 luglio 2000 per assistere nella predisposizione di proposte per rendere il procedimento di adozione di normative comunitarie in ambito finanziario più flessibile, efficiente e trasparente. Sul punto, R. THOMPSON, *United Kingdom: EU Committee of Wise Men advocate new approach to financial services legislation*, in *Int'l Fin. L. Rev.*, 2001, vol. 20, n. 5, 76 ss.; R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Hart Publishing, Oxford, 2017, 8 s.; G. HERTIG, R. LEE, *Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation*, in *J. Corp. Law Studies*, 2003, vol. 3, n. 2, 359 ss. («The most recent EU enquiry into why an EU-wide securities market has not developed has been the report prepared by the "Committee of Wise Men" (2001) chaired by Baron Alexandre Lamfalussy. The so-called Lamfalussy Process implements the institutional changes recommended by the Wise Men to reduce barriers to integration. This process will not work, however, because of its failure to address two fundamental issues: national protectionism and bureaucratic inertia. As a result increased harmonisation and some centralisation of supervision are inevitable. Notwithstanding current opposition to the establishment of a pan-European securities regulator, there will be a European Securities and Exchange Commission (ESEC). The ESEC will be set up, and develop, following the path of least political resistance. Initially at least, the ESEC will focus on corporate disclosure issues, the area where opposition to regulatory harmonisation is weakest. It will not have powers to sanction infringements of its rules, as there would be too much resistance to this. The ESEC will, however, be allowed to investigate possible infringements and make its findings and recommendations public. This "soft enforcement" approach will provide incentives for Member States to undertake corrective action and also foster private litigation»).

tali suscettibili di essere modificati più rapidamente nell'ottica di adattare tali regole al di per sé mutevole quadro economico e finanziario che le stesse erano chiamate a disciplinare. Di conseguenza, quali misure di secondo livello, alla MAD si sono aggiunte tre direttive della Commissione³⁹⁸, e, quali misure di terzo livello, linee guida emanate dal CESR, volte ad affrontare aspetti di carattere operativo su come attenersi agli obblighi di *disclosure* previsti da normative di rango superiore³⁹⁹.

Il quadro sin qui tracciato, benché adottato con il condivisibile intento di giungere ad una maggiore armonizzazione su scala comunitaria delle regole in materia di mercati finanziari⁴⁰⁰, ha fin da subito presentato alcune criticità.⁴⁰¹ Nello specifico, in quanto adottate con lo strumento della direttiva, le disposizioni sia della MAD sia delle direttive della Commissione necessitavano di ulteriore implementazione da parte degli Stati Membri, per mezzo di norme che trasponessero quelle comunitarie nei loro sistemi giuridici, rendendole così direttamente applicabili ai propri cittadini. Quanto precede, unito alla circostanza che ogni Stato Membro può, in linea di principio, perseguire una politica di implementazione propria, specifica rispetto a quella di altri Stati, causa tuttavia l'insorgenza di una moltitudine di discipline di dettaglio nazionali, potenzialmente diverse fra loro.⁴⁰² Si potrebbe pensare che a tale possibile discrasia

³⁹⁸ Direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la definizione e la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate e la definizione di manipolazione del mercato, in materia di definizione di *inside information*; Direttiva 2003/125/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda la corretta presentazione delle raccomandazioni di investimento e la comunicazione al pubblico di conflitti di interesse; Direttiva 2004/72/CE della Commissione, del 29 aprile 2004, recante modalità di esecuzione della direttiva 2003/6/CE del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le prassi di mercato ammesse, la definizione di informazione privilegiata in relazione agli strumenti derivati su merci, l'istituzione di un registro delle persone aventi accesso ad informazioni privilegiate, la notifica delle operazioni effettuate da persone che esercitano responsabilità di direzione e la segnalazione di operazioni sospette.

³⁹⁹ In argomento, O. MAISCOCQ, F. VARONE, *The Lamfalussy reform in the EU securities markets: fiduciary relationships, policy effectiveness and balance of power*, in *J. Public Policy*, 2008, vol. 28, n. 1, 19-47.

⁴⁰⁰ Cfr. sul punto C. GERNER BEURLE, *United In Diversity: Maximum vs. minimum harmonisation in EU securities regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2012, vol. 7, n. 3, 317 ss.

⁴⁰¹ Evidenziate da P.K. STAIKOURAS, *Four Years of MADness? – The new Market Abuse Prohibition Revisited: Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis*, in *Eur. Bus. L. R.*, 2008, vol. 19, n. 4, 775 ss.

⁴⁰² È stato infatti rilevato in più sedi come spesso gli Stati Membri, quando posti dinnanzi alla scelta sulle modalità da adottare in concreto per implementare una direttiva comunitaria nel proprio ordinamento, si

tra regimi nazionali possa porre rimedio l'attività di coordinamento svolta dalle linee guida di terzo livello emanate dal CESR, ma ciò è solo in parte vero. Tali linee guida sono state infatti concepite proprio come meccanismo di "armonizzazione" tra le varie Autorità nazionali, nell'ottica di garantire una implementazione comunque allineata alla medesima impostazione di fondo. L'ambito di tali linee guida era però di per sé limitato: esse costituivano infatti mere raccomandazioni o elencazioni di *best practices* suggerite, ma non precetti giuridicamente vincolanti o indicazioni cui attenersi sulla base del principio del *comply or explain*. Le Autorità nazionali erano così invitate a farvi ricorso, ma rimanevano libere di adottare un approccio applicativo individuale senza il rischio di incorrere in alcuna seria conseguenza.

Come accennato, l'adozione della MAD ha comportato l'unificazione della nozione di informazione, rilevante sia ai fini del divieto di *insider trading* sia degli obblighi di *disclosure* in capo agli emittenti.⁴⁰³

In particolare, un'informazione sarà considerata come "informazione privilegiata" ai sensi della relativa disciplina qualora:

a) sia di carattere preciso, ossia: (i) si riferisca ad un complesso di circostanze esistente o che si possa ragionevolmente prevedere che verrà ad esistenza o ad un evento verificatosi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificherà (c.d. *reasonable expectation test*)⁴⁰⁴; e (ii) è sufficientemente specifica da consentire di trarre conclusioni sul possibile effetto del complesso di circostanze o dell'evento di cui al precedente punto sui prezzi degli strumenti finanziari o dei relativi strumenti derivati (c.d. *specificity test*)⁴⁰⁵;

b) non è stata resa pubblica;

adeguino ad un approccio "*path-dependent*", ossia tendente a tradurre la normativa comunitaria in disposizioni improntate ad una visione giuridica ed a prassi consolidatesi prima dell'adozione del nuovo regime cui si vuole dare applicazione. Sul punto, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. soc.*, 2009, 782 ss.

⁴⁰³ L'adozione di una definizione unitaria non era in realtà la prima scelta della Commissione, che originariamente aveva suggerito il mantenimento di una distinta regolamentazione che riguardasse specificatamente gli obblighi di *disclosure*: cfr. il primo documento di consultazione sugli obblighi di trasparenza delle società quotate (COMMISSIONE EUROPEA, *Towards an EU Regime on Transparency Obligations of Issuers Whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market. Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General*, luglio 2001).

⁴⁰⁴ Cfr. Art 181 TUF.

⁴⁰⁵ C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2012, vol. 9, n. 4, 484 ss.

c) concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari; e

d) se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari.

Solo quando tutte le summenzionate caratteristiche sono cumulativamente rinvenibili, compiere operazioni sul mercato basandosi sull'informazione costituisce una violazione del divieto di *insider dealing*.

Tale definizione è stata recepita nell'ordinamento italiano dall'art. 180 TUF, in virtù del quale è qualificata come "privilegiata" l'informazione «di carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari che, se resa pubblica, potrebbe influire in modo sensibile sui prezzi di tali strumenti finanziari».

Tuttavia, se unica è la definizione, diverse sono le ripercussioni a seconda dell'ambito in cui la stessa trova applicazione. Specificatamente, se, da un lato, rientrano nell'obbligo di comunicazione al pubblico solo quelle informazioni privilegiate che riguardino direttamente l'emittente, dall'altro lato, sono comprese nella portata precettiva delle proibizioni dettate in materia di *insider trading* anche quelle informazioni privilegiate che riguardino l'emittente solo indirettamente.⁴⁰⁶ Pertanto, un'informazione privilegiata concernente direttamente l'emittente è ricompresa sia nell'ambito del divieto di *insider trading* sia in quello di pronta divulgazione.

Ad ogni modo, una volta registrata la compresenza di tutte le condizioni richieste dalla disciplina applicabile, si configurava in capo agli emittenti l'obbligo di procedere alla comunicazione al pubblico non appena possibile.

⁴⁰⁶ Sono generalmente considerate informazioni che riguardano un emittente solo indirettamente quelle non dallo stesso generate, o comunque prodotte e diffuse al di là della sfera di controllo del medesimo. In altri termini, anche se l'informazione privilegiata di per sé può influenzare il corso degli strumenti finanziari riconducibili a un determinato emittente, nella misura in cui lo stesso non ha prodotto né diffuso tale informazione, non si configura un dovere di comunicazione. Per un'elencazione esemplificativa di ipotesi che ricadono nell'una e nell'altra qualificazione cfr., al tempo di vigenza della MAD, CESR, *Level 3 – Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market* (CESR/06-562b), 2007, paragrafo 1.15-1.16. In argomento, L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in AGE, 2013, 228 e nota 12; nella letteratura straniera, P. STAIKOURAS, *The Conundrum of the Market Abuse Directive Preventative Measures for EU Financial Services' Integration: In Search of Equilibrium between Market Integrity Enhancement and Undue Regulatory Encumbrance*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2008, vol. 35, 351 ss.

Pur tenendo conto delle distinte modalità di utilizzo della congiunta definizione di informazione privilegiata richiamate poc'anzi, tale unicità pone alcune importanti problematiche di applicazione pratica.

In un'ottica maggiormente focalizzata sul divieto di *insider trading*, infatti, apparirebbe giustificato proibire lo stesso in presenza di un'ampia nozione di informazione privilegiata, così da sanzionare ogni potenziale ipotesi di sfruttamento di asimmetrie informative da parte di soggetti in posizioni di vantaggio rispetto ad altri operatori⁴⁰⁷.

In una prospettiva incentrata invece prevalentemente sull'obbligo di *disclosure*, quanto più si amplia la nozione di informazione che l'emittente è tenuto a comunicare, tanto più si rende oneroso tale agire, rischiando di dar luogo alla *disclosure* di informazioni premature e incomplete (e come tali, fonti di potenziali pregiudizi per la società che procede alla divulgazione, come pure per gli operatori di mercato che sulle stesse informazioni prendono le proprie decisioni di investimento)⁴⁰⁸.

Quanto precede assumere un rilievo primario nell'ambito della fusione, in quanto “processo prolungato”. Di per sé, essere a conoscenza dello stato di avanzamento delle trattative tra due società riguardanti la predisposizione del progetto di fusione di queste ultime potrebbe già rappresentare un'informazione in grado di porre il possessore in una posizione di vantaggio rispetto ai restanti soggetti operanti sul mercato, consentendogli la percezione di consistenti vantaggi derivanti dall'illecito sfruttamento dell'informazione stessa. Per inibire efficacemente l'insorgenza di fenomeni di *insider trading* o, in senso più ampio, di abusi in tali situazioni, molteplici Autori hanno sottolineato l'esigenza di estendere la nozione di informazione privilegiata anche ai singoli elementi intermedi, che comunque caratterizzano l'intero *iter* temporale che un processo a fattispecie prolungata quale la fusione inevitabilmente presenta⁴⁰⁹. Come anticipato, tuttavia, modellare l'ambito di estensione di un'informazione privilegiata sulla

⁴⁰⁷ Per una lettura in chiave critica di tale divieto, v. B. J. WATSON, *Prohibiting Insider trading: Is It All Worth It?*, in *Eur. J. Crime, Criminal L. and Criminal Justice*, 1995, vol. 3, n. 2, 122 ss.

⁴⁰⁸ S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi prolungati dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 83 ss.; E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2012, 95 ss. Tale aspetto è inoltre fatto oggetto di analisi all'interno del Report del gruppo ESME, *Market Abuse. EU Legal Framework and its Implementation by Member States: a First Evaluation Report*, 2007, 5 ss.

⁴⁰⁹ In questo senso, S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi prolungati dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 83 ss. *Contra*, tuttavia, S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 335 ss.

base delle esigenze derivanti dalla repressione dell'*insider trading*, accresce sensibilmente la probabilità che l'emittente venga costretto a comunicare al pubblico informazioni in una fase prematura, compromettendo la buona riuscita dell'operazione. E ciò si verificherebbe poiché, sempre ponendo mente all'esempio della fusione, questa divulgazione dovrebbe inevitabilmente avvenire prima del momento conclusivo dell'intero *iter*, cristallizzato nella stipula e successivo deposito dell'atto di fusione.

Una alternativa potrebbe essere rappresentata dal considerare il processo prolungato quale fattispecie unica. Secondo tale accezione, l'obbligo di *disclosure* andrebbe dunque configurato solo una volta raggiunta la conclusione dell'intero *iter* che compone la fusione. Per un verso, ciò asseconderebbe l'esigenza della società di mantenere il riserbo su trattative in corso e minimizzerebbe il rischio di danneggiare la buona riuscita dell'intera operazione per via di una comunicazione di fatti in divenire ma non definitivi, per altro verso, invece, inevitabilmente genererebbe notevoli rischi di *insider trading*. I soggetti a vario titolo coinvolti nella fusione potrebbero infatti trarre vantaggio dal lungo intervallo temporale normalmente richiesto per la conclusione di tale processo onde compiere indisturbatamente operazioni sui titoli degli emittenti oggetto della sinergia, registrando notevoli profitti⁴¹⁰.

Secondo la normativa MAD, si è detto che l'informazione è considerata di natura precisa se riferita ad un evento (o ad un insieme di circostanze⁴¹¹) già venuto ad esistenza (o che si possa ragionevolmente prevedere possa venire ad esistenza)⁴¹² e al tempo stesso sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni circa il suo effetto sui prezzi dello strumento finanziario cui è riferibile. Al riguardo, per poter ritenere l'informazione precisa, l'evento dovrà essere configurato dall'emittente sulla base di prove solide ed obiettive, comunicabili con accuratezza. Qualora lo stesso evento non si sia invece ancora verificato, è invece necessario che l'emittente indichi la propria valutazione della probabilità (si badi bene, non mera

⁴¹⁰ Sul punto, per tutti, J.L. HANSEN, *Say When: When must an issuer disclose inside information?*, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03*; *University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28*, 19 settembre 2016, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2795993>, 6 ss.

⁴¹¹ Ai sensi della MAD, il registrarsi solo di una singola circostanza non sarebbe sufficiente ai fini della configurazione dell'obbligo di comunicazione, posto che una circostanza non è qualificabile in termini di importanza allo stesso livello di un evento. Di conseguenza, solo quando è un insieme di circostanze a verificarsi o a potersi ragionevolmente prevedere che si verifichi, potrà essere rispettato il requisito della precisione.

⁴¹² Al riguardo una qualche indicazione è rinvenibile nelle linee guida emanate dal CESR, *Advice on Level Implementing Measures for the Proposed Market Abuse Directive* (CESR/02.089 d), dicembre 2002, 9.

possibilità) con cui ci si attende che lo stesso si verifichi. Sul punto, la Corte di Giustizia dell'Unione Europea, pronunciatisi in relazione al caso Daimler⁴¹³, ha stabilito come il *reasonable expectation test* non possa essere interpretato nel senso di richiedere un'elevata probabilità del verificarsi o meno di un evento (o di un insieme di circostanze). Ne consegue che, nel contesto di un processo prolungato, anche se la valutazione svolta da una società ritenga le probabilità che un dato evento (per esempio, il completamento di una fusione) si verifichi ridotte, cionondimeno si potrà comunque astrattamente configurare un obbligo di divulgazione di un momento intermedio, qualora l'informazione su quest'ultimo si qualifichi come privilegiata ai sensi della MAD.

Per ovviare a situazioni in cui l'emittente possa essere chiamato a comunicare informazioni in una fase dallo stesso reputata ancora prematura⁴¹⁴, la MAD prevedeva la facoltà per lo stesso di ritardarne la diffusione, a patto che ciò si fosse reso necessario per la tutela dei suoi "legittimi interessi"⁴¹⁵.

L'adozione di una singola definizione è stata fonte di notevoli discrepanze in sede di implementazione nelle giurisdizioni nazionali. In merito, l'ESME ha sottolineato come proprio l'adozione di una definizione unitaria fosse stato il principale errore della direttiva⁴¹⁶. Di

⁴¹³ Corte di Giustizia UE, Caso C-19/11, *Markus Gelll v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397.

⁴¹⁴ Una *disclosure* anticipata presenta comunque criticità e non è esente da potenziali danni arrecati agli investitori, come evidenziano: S. GILOTTA, *Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, vol. 12, 45 ss., a 66 ss.; J.R. MACEY, G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stanford L. Rev.*, 1990, vol. 42, n. 4, 1059 ss.

⁴¹⁵ Tali "legittimi interessi" sono oggetto di ulteriore specificazione da parte dell'art. 3(1) della Direttiva della Commissione 2003/124/EC, ove si riportano due esemplificazioni non esaustive. Il primo esempio si riferisce a negoziazioni in corso, qualora una comunicazione anticipata dell'informazione possa comprometterne l'esito o il buon andamento (particolare riferimento è poi dedicato a situazioni nelle quali l'emittente si trovi in situazioni di instabilità finanziaria). Il secondo esemplificazione permette invece ritardo nella comunicazione qualora una determinata decisione sia stata presa da un organo gestorio ma necessiti comunque l'approvazione di un altro organo dell'emittente, a condizione tuttavia che la comunicazione al pubblico dell'informazione prima dell'approvazione da parte del secondo organo possa compromettere una corretta valutazione da parte del pubblico (il riferimento in quest'ultimo caso è soprattutto a sistemi di governance dualistica presenti in misura dominante nell'ordinamento germanico e olandese).

⁴¹⁶ ESME, *ESME Report. Market Abuse. EU Legal Framework and its Implementation by Member States: a First Evaluation Report*, Bruxelles, 6 luglio 2007, 5. Nella prospettiva tracciata, l'organo sosteneva come un'unica definizione potesse ben funzionare nel definire l'ingiustificabile vantaggio informativo che un soggetto non poteva utilizzare nello svolgimento di operazioni sui mercati. Tuttavia, la stessa definizione mal si prestava a regolare le situazioni in cui fosse presente un obbligo di comunicazione al mercato, posto che la stessa

conseguenza, negli anni successivi all'adozione della MAD, si registrarono una serie di diversi approcci all'implementazione della stessa da parte dei diversi Stati Membri e delle rispettive Autorità. Tali divergenti approcci sono sfociati in due sistemi alternativi: un primo gruppo di Stati (tra cui Germania, Francia e Olanda)⁴¹⁷ si sono attenuti ad un c.d. "sistema unitario", in virtù del quale all'unica definizione di informazione privilegiata sono saldamente ancorati sia l'obbligo di comunicazione sia il divieto di *insider trading*⁴¹⁸; un altro gruppo di Stati (tra cui l'Italia, il Regno Unito e i paesi nordici) hanno dato luogo ad un sistema a c.d. doppio livello⁴¹⁹, caratterizzato indifferentemente o da due distinte nozioni di informazione, o da diverse modalità di interpretazione dell'unica definizione disponibile, da applicare ai diversi casi dell'*insider trading* e dell'obbligo di comunicazione.⁴²⁰

avrebbe condotto a divulgazioni premature. Come accennato, a ciò avrebbe dovuto porre rimedio l'istituto del ritardo, che tuttavia avrebbe potuto trovare applicazione solo in circostanze molto limitate.

⁴¹⁷ Per quanto concerne la Germania, il modello di definizione unitaria rappresentava una rottura rispetto al sistema previgente. Difatti, prima dell'implementazione della MAD, il modello germanico era saldamente ancorato ad una doppia definizione di informazione privilegiata: da un lato, la *Insidertatsache*, ossia informazione rilevante per fenomeni di *insider trading*, e la *Ad-hoc Tatsache*, ossia l'informazione rilevante per l'obbligo di comunicazione (S. SIMON, *Die neue Ad-hoc Publizität*, in *Der Konzern*, 2005, 13 ss.; J. KOCH, *Die Ad-hoc-Publizität: Veröffentlichungs- oder Wissensorganisationspflicht?*, in *Die Aktiengesellschaft*, 2019, vol. 64, n. 8, 273 ss.; C. THOMALE, *Der gesplittene Emittent: Ad-hoc-Publizität, Schadenersatz und Wissenszurechnung*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2018, cap. 5.IV).

⁴¹⁸ La nozione di informazione secondo questo approccio era dunque ampia, riferita tanto ad eventi passati quanto ad eventi futuri ragionevolmente prevedibili. Cfr. H. KRAUSE, M. BRELLUCKS, *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2013, 296 ss.; J.L. HANSEN, D. MOALEM, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, in *Capital Markets L. J.*, 2009, 328 ss.

⁴¹⁹ In argomento, J.L. HANSEN, *The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, *Nordic & European Company Law Review*, 2012, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2193871> e K. SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Palgrave, Londra, 2018, 105. Per una analisi in chiave comparata, v. H. KRAUSE, M. BRELLUCKS, *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2013, vol. 8, n. 3, 297 ss. Per un confronto con la disciplina d'oltreoceano, M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2015, vol. 11, n. 4, 554 ss.

⁴²⁰ La base normativa sulla quale tale modello poteva costruirsi era fornita dall'art. 2(2) della direttiva della Commissione Europea 2003/124/EC. Ai sensi di tale disposizione, gli emittenti ottemperavano all'obbligo di comunicazione dell'informazione privilegiata (sancito dall'art. 6(1) MAD) qualora, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, tali emittenti provvedevano ad informare il pubblico senza indugio. Tale norma, se pur ricomprende espressamente circostanze ed eventi

4. Il concetto di informazione privilegiata e la sua declinazione quando l'informazione riguarda un processo prolungato, come l'operazione di fusione.

Se una data informazione privilegiata riguarda un insieme di circostanze che cominciano ad emergere, si sviluppano e giungono a conclusione in un lasso temporale relativamente breve e ravvicinato, è possibile ritenere che, a prescindere dal sistema adottato (ossia unitario o a doppio livello), le tempistiche relative alla comunicazione dell'informazione sono molto simili. Tuttavia, lo scenario muta considerevolmente nel caso in cui l'informazione riguardi un processo prolungato o, *rectius*, sia riferita ad un elemento intermedio inserito in una fattispecie a formazione progressiva quale è la fusione. Infatti, nel caso in cui la comunicazione dell'informazione privilegiata sorta in tale contesto sia disciplinata da un sistema a definizione unitaria, l'istituto del ritardo assume un ruolo essenziale, trattandosi dell'unica, vera forma di tutela degli interessi dell'emittente. Qualora invece la comunicazione avvenisse invece in un sistema a doppio livello, che si compone di due distinte definizioni, allora il ritardo nella divulgazione al pubblico assumerebbe un ruolo meno cruciale, essendo gli interessi dell'emittente già protetti dal meccanismo che prevede due diverse definizioni, applicabili a due situazioni distinte.

Volgendo lo sguardo alla situazione italiana, si è accennato al fatto che si è preferita la via della doppia concezione di informazione privilegiata. Sul piano regolamentare, mentre l'art. 114 TUF si era limitato a trasporre, senza significative modifiche, il dato definitorio rinvenibile nella MAD, l'art. 66 del Regolamento Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 (di seguito, "Regolamento Emittenti") stabiliva che l'obbligo di comunicazione racchiuso nell'art. 114, comma 1, TUF, sarebbe stato ottemperato quando, «al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio»⁴²¹. Al riguardo, la dottrina ha rilevato come tale formulazione, riferendosi a

non ancora "formalizzati", sembra comunque richiedere che si siano almeno "verificati", discostandosi in questo dalla nozione di informazione privilegiata racchiusa nella MAD (per la quale era sufficiente la ragionevole prevedibilità).

⁴²¹ Si consideri inoltre che, prima della sentenza *Daimler* (oggetto di più approfondita analisi *infra*, paragrafo 5.1 in questo capitolo), il tenore letterale di tale previsione aveva indotto la Consob a ritenere che l'informazione privilegiata richiedesse, per poterne configurare l'obbligo di pubblicazione, un livello di maturazione superiore rispetto a quello altrimenti sufficiente ai fini del divieto di abusi di mercato (CONSOB, *Comunicazione DME/6027054*, 26 marzo 2006, par. 5). A conferma di tale orientamento, la distinzione era

circostanze ed eventi già verificatesi, escludeva la ragionevole prevedibilità del loro verificarsi dall'ambito di rilevanza per l'obbligo di *disclosure*.⁴²² Ne consegue che, nel regime così costruito nella vigenza della MAD, le informazioni oggetto di comunicazione da parte degli emittenti erano ricomprese in un ambito più ristretto rispetto a quelle delle quali era invece vietato l'abuso. Circostanze ed eventi non ancora verificatisi non rilevavano per la disciplina relativa all'obbligo di *disclosure*, mentre assumevano rilevanza per il divieto di *insider trading*.⁴²³ Sotto un

emersa anche in una delibera adottata dall'Autorità all'esito di un procedimento sanzionatorio (CONSOB, *Delibera 24 settembre 2010*, n. 17492).

⁴²² S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi prolungati dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 83 ss, a 97.

⁴²³ La stessa Consob, nella propria Comunicazione 28 marzo 2006, n. DME/6027054, ha avuto modo di rimarcare come le due nozioni di informazione privilegiata «nonostante l'identità di contenuto, non s[ia]no pienamente coincidenti in termini di funzione perseguita nelle diverse fattispecie relative alla identificazione dell'abuso e all'adempimento di obblighi informativi. La *disclosure* imposta agli emittenti dall'art. 114 del TUF si limita, infatti, alle informazioni privilegiate "che riguardano direttamente detti emittenti", vale a dire che sono a essi giuridicamente riferibili, in quanto relative a circostanze o eventi per i quali si sia concluso il relativo iter accertativo o decisionale secondo le regole di *governance* di natura legale o organizzativa interna applicabili agli emittenti stessi, ovvero informazioni privilegiate che, riguardando direttamente gli emittenti stessi, sono ad essi comunicate da parte di terzi. Una simile restrizione non è prevista invece per la nozione rilevante ai fini della disciplina *insider*. L'art. 66 del Regolamento Emittenti, riproducendo testualmente quanto disposto dalla direttiva comunitaria di livello 2 (Direttiva 2003/124/CE), chiarisce inoltre che gli obblighi di *disclosure* si considerano ottemperati "quando, al verificarsi di un complesso di circostanze o di un evento, sebbene non ancora formalizzati, il pubblico sia stato informato senza indugio". Tale previsione considera condizione necessaria e sufficiente ai fini dell'imposizione dell'obbligo di *disclosure* il concreto "verificarsi" degli eventi e circostanze, ancorché in assenza di formalizzazione; essa pertanto differisce dal disposto dell'art. 181 del TUF che definisce un'informazione di carattere preciso se si riferisce a un complesso di circostanze o eventi verificatisi o che si possa ragionevolmente prevedere che si verificheranno. Stante questa premessa, l'aggiunta della dizione "non ancora formalizzati", ha l'obiettivo di chiarire che sono incluse nell'area oggetto della previsione anche gli eventi o i complessi di circostanze, comunque già nella sostanza verificatisi, in relazione ai quali tuttavia manchi la definitiva ufficializzazione. A titolo di mero esempio, può integrare una fattispecie non ancora formalizzata da comunicare, un'operazione di acquisizione o cessione, compiutamente definita nei contenuti, senza riserva di trattative ulteriori, benché sottoposta alla condizione sospensiva della ratifica da parte dell'organo societario competente dell'emittente quotato". Si veda altresì la Decisione Consob n. 17492 del 24 settembre 2010, in cui l'Autorità stabilì come non fosse in realtà configurabile alcun obbligo per un emittente di comunicare informazioni relative a procedimenti non ancora conclusi. Il caso sottoposto all'attenzione della Commissione consisteva in una società che aveva comunicato pezzi di informazioni privilegiate relativi a tre distinti procedimenti antitrust pendenti in più paesi. L'emittente aveva, in tale contesto, comunicato spontaneamente al mercato che alcune ispezioni erano state condotte presso la propria sede, incorrendo tuttavia in una sanzione comminata da Consob per aver diffuso informazioni incomplete e dunque potenzialmente fuorvianti. Al contrario, la società avrebbe più correttamente dovuto evitare ogni comunicazione in merito, fino a conclusione dei procedimenti pendenti. In particolare, l'Autorità non aveva ritenuto la notizia meritevole di pubblicazione ai sensi degli obblighi di informativa continua *ex art.* 114, comma 1, TUF e art. 66, comma 1, Regolamento

profilo orientato alla prassi, la duplice nozione italiana permetteva di escludere dall'obbligo di pubblicazione le informazioni che, seppur astrattamente rientranti nella nozione di informazione privilegiata ai sensi MAD, concernevano le fasi c.d. preparatorie delle fattispecie a formazione prolungata. In tali circostanze, la comunicazione non veniva tuttavia invero esclusa, ma semplicemente posposta alla fase conclusiva del processo. L'istituto del ritardo era invece trasposto all'interno dell'art. 66-*bis* del Regolamento Emittenti, per effetto del quale una società era in grado di «ritardare la comunicazione al pubblico delle informazioni privilegiate, al fine di non pregiudicare i loro legittimi interessi».

6. L'approdo della disciplina *market abuse*, i problemi di un'unica definizione e le soluzioni proposte. Il nuovo approccio del legislatore europeo, tra Regolamento e Direttiva: scelte di politica legislativa e loro implicazioni.

Già si è detto come il processo di aggiornamento della normativa *market abuse* (da ultimo sfociato nella c.d. MAR) sia stato in gran parte condotto contemporaneamente a *Daimler* e sia fortemente caratterizzato dalle conclusioni raggiunte in tale sede. Per poter comprendere le novità introdotte tramite la MAR è tuttavia necessario, oltre ad esaminare il regime MAD e le sentenze della Corte di Giustizia, anche svolgere un breve approfondimento sul processo negoziale che ha condotto proprio all'attuale regolamentazione sugli abusi di mercato.

La prima proposta della Commissione, presentata il 20 ottobre 2011⁴²⁴, era improntata al convincimento che le due diverse necessità di regolare l'obbligo di comunicazione e di prevenire fenomeni di *insider trading* non dovessero essere legate, essendo invece necessario

Emittenti al tempo vigenti. Sempre a conferma dell'orientamento prevalente al tempo in Italia circa la sussistenza di una duplice nozione di informazione privilegiata, la Consob aveva invece ritenuto che la medesima informazione del caso in esame avrebbe potuto qualificarsi come privilegiata ai fini del divieto di abusi di mercato (posto che quest'ultima richiedeva un grado inferiore di certezza dell'accadimento dell'evento).

⁴²⁴ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*, COM (2011) 651, 2011/0295 (COD), Bruxelles, 20 ottobre 2011. La necessità di riformare il previgente quadro normativo in materia era principalmente dovuta all'acuirsi della crisi economica e finanziaria scaturita nel 2008, che richiedeva decisi rafforzamenti della vigilanza e la regolamentazione finanziarie e la costituzione di un quadro di norme più armonizzato a livello internazionale (a 2). Per un commento, v. L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, 224; M.M. SIEMS, M. NELEMANS, *The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?*, in *Maastricht J. Eur. & Comp. L.*, 2012, vol. 19, 195 ss.

prevedere che l'una potesse trovare applicazione indipendentemente dall'altra e per mezzo di diversi meccanismi normativi⁴²⁵. Pertanto, si era avviata la definizione fino a quel momento unica di informazione privilegiata in due nozioni distinte, prevedendo che quella più ampia fosse destinata a regolare il divieto di *insider trading* e quella più ristretta gli obblighi di *disclosure*⁴²⁶. Nello specifico, veniva proposta l'introduzione di una nuova forma di informazione privilegiata definita come “*Relevant Information Not Generally Available to the public*”⁴²⁷ (o RINGA). La proposta della Commissione (d'ora innanzi, anche, la “Proposta”) avrebbe in ogni caso mantenuto una definizione di informazione privilegiata sostanzialmente coincidente con quella già resa disponibile dalla MAD⁴²⁸, che sarebbe stata tuttavia affiancata, sempre all'art. 6, dalla

⁴²⁵ COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*, COM (2011) 651, 2011/0295 (COD), Bruxelles, 20 ottobre 2011, punto 3.4.2.1 e considerando 14, che così recita: «È possibile abusare di un'informazione privilegiata prima che l'emittente sia tenuto a comunicarla. Lo stato delle negoziazioni contrattuali, le condizioni contrattuali provvisoriamente convenute, la possibilità di collocare strumenti finanziari, le condizioni alle quali tali strumenti vengono venduti o le condizioni provvisorie per la collocazione di strumenti finanziari possono costituire informazioni importanti per gli investitori. Tali informazioni, pertanto, devono essere considerate informazioni privilegiate. Esse, tuttavia, potrebbero non essere sufficientemente precise per far sorgere l'obbligo dell'emittente di comunicarle. In tali casi, andrebbe applicato il divieto di abuso d'informazioni privilegiate, ma non sorgerebbe l'obbligo dell'emittente di comunicare le informazioni in questione». Alla luce di quanto precede, è possibile rilevare come, a valle di un'analisi del regime normativo previsto dalla MAD, la Commissione avesse assunto una visione in virtù della quale le fasi iniziali ed intermedie dei processi prolungati dovevano essere escluse dal novero delle informazioni privilegiate, poiché ritenute prive della necessaria precisione. Di conseguenza, era necessario strutturare due definizioni, di cui la più ampia deputata a sanzionare fenomeni di *insider trading*, così da impedire che di tali informazioni che comunque non formassero oggetto di comunicazione gli insider potessero trarre profitto. Sul punto, J.L. HANSEN, *Say when: When must an issuer disclose inside information?*, *Nordic and European Law Review*, 2016, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2795993>, 19 ss.; D.L. GOELZER, *Disclosure of Preliminary Merger Negotiations - Truth or Consequences?*, in *Maryland L. Rev.*, 1987, vol. 46, n. 4, 974 ss.

⁴²⁶ Con ciò la Commissione si era inoltre conformata ai suggerimenti emersi nel *ESME Report* (ESME, *ESME Report. Market Abuse, EU legal framework and its implementation by Member States: a first evaluation*, Bruxelles, 6 luglio 2007, a 7-8), redatto dal gruppo di esperti investiti del compito di operare una valutazione sull'operabilità del regime MAD.

⁴²⁷ Questa nozione ricomprendeva le informazioni in genere non disponibili al pubblico ma che «se fossero disponibili per un investitore ragionevole, che opera regolarmente sul mercato nello strumento finanziario [...] sarebbero considerate da quest'ultimo rilevanti nel decidere le condizioni alle quali effettuare operazioni sullo strumento finanziario [...]». Sul punto, diffusamente, J.L. HANSEN, *Say when: When must an issuer disclose inside information?*, *Nordic and European Law Review*, 2016, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2795993>, a 20.

⁴²⁸ La definizione offerta stabiliva infatti che l'informazione privilegiata dovesse consistere in quella informazione che avesse «un carattere preciso, che non è stata comunicata al pubblico, concernente,

nozione di RINGA. Quest'ultima avrebbe dunque dovuto operare quale categoria specifica di informazione privilegiata da applicare al divieto di *insider trading*, mentre non avrebbe coperto in egual misura l'obbligo di comunicazione previsto dall'art. 12 della Proposta (che, al punto (3), espressamente escludeva le informazioni coincidenti con RINGA da obblighi di divulgazione nei confronti del mercato)⁴²⁹.

Ad ogni modo, pochi mesi dopo la presentazione di questa prima bozza, la Corte di Giustizia adottava, smentendo l'approccio della Commissione, una nozione di informazione privilegiata così ampia da ricomprendere in astratto anche le fasi iniziali ed intermedie di un processo prolungato. Ciò ha condotto la Commissione a modificare, di conseguenza, la Proposta, per allinearla alla posizione espressa dai giudici comunitari. Per l'effetto, è stata abbandonata la doppia definizione, per riproporre una nozione unitaria di informazione privilegiata coerente con il precedente dato testuale della MAD e modificata per accogliere le statuizioni espresse dalla Corte di Giustizia nel caso *Daimler*⁴³⁰.

A valle di tale travagliato procedimento di gestazione, la materia degli abusi di mercato confluisce in due nuovi strumenti legislativi deputati a delinearne la disciplina in sede comunitaria: uno

direttamente o indirettamente, uno o più emittenti di strumenti finanziari o uno o più strumenti finanziari e che, se comunicata al pubblico, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati» (Commissione Europea, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), COM (2011) 651, 2011/0295 (COD), Bruxelles, 20 ottobre 2011, art. 6(1)(a)). Per completezza, si rileva come anche i requisiti della precisione e della *price sensitivity* erano in tale contesto (Commissione Europea, Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato), COM (2011) 651, 2011/0295 (COD), Bruxelles, 20 ottobre 2011, art. 6, paragrafi 2-3) stati definiti in misura non dissimile da quanto in precedenza rinvenibile nella Direttiva Attuativa alla MAD della Commissione.

⁴²⁹ Per un commento coevo alla pubblicazione del documento, J.L. HANSEN, *The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, *Nordic & European Company Law Review*, 2012, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2193871>. In senso critico, cfr. anche H. KRAUSE, M. BRELLOCHS, *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* - A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2013, vol. 8, n. 3, 298.

⁴³⁰ S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi prolungati dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 83 ss., 125. Per un commento anche in chiave comparata con la disciplina vigente negli Stati Uniti, J. PAYNE, *Disclosure of inside information*, *Law Working Paper n. 422/2018*, 1 ss., consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3244401>. Cfr. altresì M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union: History and Recent Developments*, in *European Company and Financial Law Review*, vol. 4, 2014, 571 ss. L'A. evidenzia l'esistenza di un dovere generale, nel contesto statunitense, di aggiornare le informazioni pubblicate laddove emergano *material changes* relativi alle condizioni finanziarie della società emittente.

specifico Regolamento (*Market Abuse Regulation* – MAR) e una nuova Direttiva⁴³¹ (*Market Abuse Directive II* – MAR II)⁴³².

Come si è avuto modo di approfondire nelle pagine precedenti, lo strumento della direttiva non era risultato in grado di fornire quel grado di armonizzazione che ci si attendeva. Inoltre, negli stessi anni, in seno alle istituzioni comunitarie era stato deliberato di imprimere una forte

⁴³¹ La maggior parte della disciplina *market abuse* confluisce così in un Regolamento, taluni elementi del nuovo quadro regolatorio non sono confluiti nella MAR, ma sono stati assorbiti nella Direttiva 2014/57/EU dedicata alle sanzioni penali per i casi di abuso di mercato. La circostanza si deve al fatto che il legislatore comunitario subisce molte restrizioni per quanto concerne l'adozione di regole in materia penale (si veda, ad esempio, l'art. 83(2) TFUE, in virtù del quale solo «norme minime relative alla definizione dei reati e delle sanzioni nel settore in questione possono essere stabilite tramite direttive», sempre che «il ravvicinamento delle disposizioni legislative e regolamentari degli Stati membri in materia penale si rivel[ia] indispensabile per garantire l'attuazione efficace di una politica dell'Unione in un settore che è stato oggetto di misure di armonizzazione»). Ne consegue che alla MAD II è demandato il compito di tratteggiare il quadro generale per l'applicazione di sanzioni penali a condotte che qualificano una violazione di norme inserite nella MAR. In argomento, F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina: osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, 10 ottobre 2018, consultabile all'indirizzo dirittopenalecontemporaneo.it. Si evidenzia inoltre, nell'ambito della complessiva portata precettiva penalistica del rinnovato quadro normativo europeo, la posizione di A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 863 s. Secondo l'A., «resta pesante come un macigno il fatto che la Direttiva nell'imporre l'obbligo di adottare sanzioni penali descrive le possibili fattispecie in termini inaccettabilmente generici». Sulla medesima linea di pensiero sembra collocarsi la posizione, nella dottrina societaria, di P. MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 483, per il quale «il legislatore europeo fa salva, nell'art. 30, la comminazione di sanzioni penali [...], ma non detta alcun criterio per distinguere le fattispecie amministrative dalle fattispecie di reato, salvo limitarsi al criterio, del tutto generico e indefinito, dei casi gravi». Nel sistema attualmente vigente, la MAD II richiederebbe infatti agli Stati Membri di sanzionare penalmente le fattispecie di cui agli artt. 3, 4 e 5, almeno nei casi più gravi ed in presenza di dolo, mentre la MAR imporrebbe solo sanzioni amministrative (art. 30), ricollegate a fattispecie separatamente definite in tale sede agli artt. 8, 10, 12. In argomento, per tutti, v. F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della Carta?*, in *Dir. pen. contemporaneo*, 2014, n. 3-4, 231 s. e A. LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, n. 2, 7; G.M. FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? ("materia penale", giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Cedu 4 marzo 2014, sul market abuse)*, in *Riv. soc.*, 2014, 953 ss.; G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem alle pluribus unum?*, in *Riv. soc.*, 2015, 868 ss.; M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.*, 2014, 693 ss. Per una analisi del previgente regime normativo, v. anche G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea in tema di abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 77 ss.

⁴³² Al riguardo, per completezza si rileva inoltre che, ai sensi dell'art. 35 MAR, la Commissione Europea è investita del potere di emanare atti delegati che dettino una disciplina di dettaglio focalizzata su aspetti tecnici non oggetto di approfondimento nel Regolamento stesso. Al luglio 2019, la Commissione ha emanato nove atti delegati e un atto di implementazione.

accelerazione del progetto di una *Capital Markets Union*⁴³³; proprio per poter creare la struttura portante di tale ambizioso progetto, si ritenne necessario riformare l'assetto normativo stesso con cui apprestarsi a disciplinare la materia degli abusi di mercato, prediligendo così lo strumento più rigido del regolamento⁴³⁴. Al riguardo, si è tuttavia ben presto manifestata in dottrina la perplessità circa le reali capacità di armonizzazione che, nonostante l'adozione dello strumento regolamentare, questa nuova disciplina presenterebbe. Infatti, si avrà modo di sottolineare che in tale nuovo quadro un ruolo fondamentale è svolto dall'ESMA e dalle singole Autorità nazionali: esse avranno infatti il compito, da un lato, di emanare linee guida esplicative delle disposizioni comunitarie e, dall'altro, di monitorarne l'applicazione. Né l'ESMA né le autorità degli Stati Membri sono investite del potere di sottoporre una questione pregiudiziale all'attenzione della Corte di Giustizia in merito all'interpretazione di eventuali punti controversi della nuova disciplina⁴³⁵. Ne consegue che, ove si assuma che gli operatori di mercato scelgano

⁴³³ La vastità dell'argomento preclude la possibilità di una analisi approfondita in questa sede. *Ex multis*, sia consentito fare riferimento a D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2018 e A. DOMBRET, P.S. KENADJIAN, *The European Capital Markets Union: a viable concept and a real goal?*, De Gruyter, Berlin, 2015. Nella dottrina italiana, v. D. SICLARI, *European Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, 481 ss.

⁴³⁴ S. MOCK, *History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 3 ss., a 7. In argomento, v. anche S. WILSON, *The new Market Abuse Regulation and Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: European capital markets law and new global trends in financial crime enforcement*, in *ERA Forum*, 2015, vol. 16, n. 3, 427 ss.

⁴³⁵ In virtù dell'art. 267 TFUE, tale prerogativa spetta solamente ad un organo giurisdizionale dei singoli Stati Membri. La nozione di organo giurisdizionale è interpretata dalla Corte quale nozione autonoma del diritto dell'Unione; a tale riguardo la Corte tiene conto di un complesso di fattori quali la fonte legale dell'organo che l'ha adita, il suo carattere permanente, l'obbligatorietà della sua giurisdizione, la natura contraddittoria del procedimento, l'applicazione, da parte di tale organo, delle norme giuridiche nonché la sua indipendenza. In estrema sintesi, ciò che rileva è ad ogni modo la natura sostanzialmente giurisdizionale delle funzioni esercitate dall'organo e non il suo *nomen iuris*, né l'inquadramento nel sistema giudiziario nazionale. Ne consegue che l'organo rimettente deve possedere la qualità di giurisdizione tanto in senso istituzionale che in senso funzionale, deve cioè realmente esercitare, in una concreta fattispecie, la funzione di giudice e non quella di autorità amministrativa; quanto precede condurrebbe ad escludere la configurazione di un potere in capo alla Consob o ad altra equivalente autorità investita del controllo sui mercati finanziari di poter investire la Corte di Giustizia di una questione preliminare. Cfr. Corte di Giustizia UE., Caso 61/65, sentenza *Vaassen-Göbbels*, 30 giugno 1966, ECLI:EU:C:1966:39. In argomento, v. anche G. VANDERSANDEN, N. CARIAT, *La procédure préjudicielle devant la Cour de Justice de l'Union européenne*, in *Annales de droit de Louvain*, 2012, vol. 72, n. 2, 207 ss.; E. D'ALESSANDRO, *Il procedimento pregiudiziale interpretativo dinanzi alla Corte di giustizia. Oggetto e efficacia della pronuncia*, Giappichelli, Torino, 2012; D. DITTERT, *Commento sub art. 267 TFUE*, in *Codice dell'Unione Europea operativo*, a cura di C. Curti Gialdino, Simone, Napoli, 2012, 1926 ss.

nella maggior parte dei casi di attenersi alle prassi amministrative ed alle indicazioni scaturenti da tali autorità, senza avviare giudizi che possano eventualmente causare un intervento della Corte di Giustizia, un ruolo preponderante per l'applicazione della MAR verrà svolto proprio da ESMA e Autorità nazionali⁴³⁶.

Su un piano diverso, ma di pari importanza, è rilevante rimarcare che, in quanto regolamento, la MAR è caratterizzata dalla diretta applicabilità, e da un chiaro obiettivo di massima armonizzazione⁴³⁷. Di conseguenza, essa è inoltre la prima fonte comunitaria in materia di abusi di mercato a caratterizzarsi per un'interpretazione autonoma⁴³⁸. Inoltre, se, per un verso, la giurisprudenza della Corte di Giustizia Europea elaborata nel vigore della precedente disciplina posta dalla MAD può dirsi ancora rilevante, poiché i caratteri fondamentali della disciplina risultano immutati, per altro verso, lo stesso non si può dire per le prassi applicative delle varie Autorità nazionali. Queste ultime sono necessariamente state oggetto di revisioni e adattamenti volti ad allinearle al mutato contesto normativo⁴³⁹. E dunque quegli Stati Membri (tra cui l'Italia) che in passato hanno adottato un sistema di doppia definizione dell'informazione privilegiata dovranno adattare i propri ordinamenti giuridici alle disposizioni ora dettate dalla MAR⁴⁴⁰. In linea generale, la direzione indicata dall'aver adottato uno strumento legislativo "rigido" – quale

⁴³⁶ S. MOCK, *History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, 2017, 3 ss., 7.

⁴³⁷ Cfr. in argomento R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Hart Publishing, Oxford, 2017, 5 ss. Sulla declinazione di tale obiettivo di massima armonizzazione in relazione al momento di pubblicazione delle informazioni privilegiate nonché di impulso alla creazione di un *single rulebook* comunitario in materia di mercati finanziari v. C. GERNER BEUERLE, *United in diversity: maximum versus minimum harmonization in EU securities regulation*, in *Capital Markets Law Journal*, vol. 7, 2012, 341 ss.; K. SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Red Globe Press, Croydon, 2018, 155 ss.

⁴³⁸ Per tale intendendosi quella tipologia di interpretazione che venga svolta indipendentemente da quanto stabilito nelle varie normative degli Stati Membri o ancora dalle prassi dei singoli mercati nazionali dei paesi in cui il regolamento è direttamente applicabile. In argomento, R. VEIL, *Sources of Law and Principles of Interpretation*, in *European Capital Markets Law*, a cura di R. Veil, Hart Publishing, 2013, 53.

⁴³⁹ Cfr. F. ANNUNZIATA, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Società*, 2016, 169; S. LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, in *Società*, 2016, a 151.

⁴⁴⁰ Ne consegue che l'ambito applicativo dell'obbligo di comunicazione dell'informazione privilegiata dovrebbe estendersi perlomeno a quelle giurisdizioni che in passato hanno adottato, con riguardo a tale aspetto della disciplina *market abuse*, una definizione di informazione privilegiata con una portata più contenuta. Per quanto riguarda invece gli Stati Membri che in passato avevano adottato un regime giuridico fondato su un'unica definizione di informazione privilegiata, la disciplina instaurata dalla MAR dovrebbe più semplicemente confermare una prassi giuridica già consolidata.

appunto un Regolamento – mette in luce l’obiettivo primario di perseguire una (persino maggiore) maggiore convergenza tra gli ordinamenti nazionali, riducendo così la sfera di discrezionalità finora concessa agli Stati Membri nel determinare le proprie modalità di implementazione⁴⁴¹.

Già si è detto che la MAR si pone nel medesimo solco tracciato dalla MAD, pur tenendo in considerazione anche il *decisum* espresso in *Daimler*. In primo luogo, la definizione di informazione privilegiata risulta immutata, posto che l’art. 7(1)(a) della MAR corrisponde all’art. 1(1) della previgente MAD. In secondo luogo, gli artt. 7(2) e 7(4) MAR sono speculari agli artt. 1(1) e 1(2) della direttiva di implementazione della Commissione 124/2003/EC (tali disposizioni sono così transitate da una disciplina di livello secondario alla sede primaria rappresentata dal regolamento). L’art. 7(3) MAR rappresenta invece un’innovazione e si pone nell’ottica di codificare quanto affermato dalla Corte di Giustizia in *Daimler*, un intento a propria volta rafforzato dal considerando 16. Anche gli obblighi di comunicazione sono rimasti pressoché inalterati: l’art. 17(1) MAR corrisponde al primo paragrafo dell’art. 6(1) della MAD ed inoltre il riconoscimento a vantaggio dell’emittente della possibilità di ritardare le proprie obbligazioni di *disclosure* dell’informazione privilegiata è consentito dall’art. 17(4) MAR sostanzialmente con le medesime modalità già previste dall’art. 6(2) MAD⁴⁴². Cionondimeno, la MAR prevede una significativa opzione, su cui si avrà modo di ritornare nelle prossime pagine: il ritardo della comunicazione dell’informazione privilegiata anche nel contesto di un processo a formazione prolungata, coerentemente con quanto stabilito all’art. 7(3) del regolamento stesso. Adottando una prospettiva di lungo periodo, il vero punto focale per la futura applicazione della MAR non sarà dunque più tanto lo stabilire quando e in che misura

⁴⁴¹ In argomento v. P.L. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, Londra, 2016, paragrafo 30, ove gli Autori sostengono che la principale novità della MAR sia proprio rappresentata dalla circostanza di aver rimosso il passaggio – finora obbligato – consistente nell’attività di trasposizione da parte degli Stati Membri. Cfr. C. GERNER BEURLE, *United in diversity: maximum vs minimum harmonization in EU securities regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2012, vol. 7, n. 3, 317 ss.; C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 177 ss.

⁴⁴² Si noti che prima della MAR sussisteva, nell’ordinamento italiano, un disallineamento tra gli obblighi di comunicazione al pubblico di informazioni *price sensitive* e il divieto di *insider trading*. Per una ricostruzione v. P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 338.

una informazione potrà dirsi privilegiata, quanto piuttosto il valutare l'ampiezza della facoltà degli emittenti di avvalersi del summenzionato ritardo al fine di tutelare i propri interessi⁴⁴³.

Come si è avuto modo di affermare, ai fini MAR, un'informazione privilegiata è definita come «avente un carattere preciso, che non è stata resa pubblica, concernente, direttamente o indirettamente, uno o più emittenti o uno o più strumenti finanziari, e che, se resa pubblica, potrebbe avere un effetto significativo sui prezzi di tali strumenti finanziari o sui prezzi di strumenti finanziari derivati collegati» (art. 7(1)(a))⁴⁴⁴.

Tale definizione di informazione privilegiata - già risalente come menzionato alla Direttiva 2003/6/CE, e rinvenibili nel dettato dell'art. 7, MAR - poggia così su quattro elementi fondamentali: la precisione, il fatto di riguardare direttamente o indirettamente uno o più emittenti strumenti finanziari, la non pubblicità e l'idoneità ad influire in modo sensibile sul prezzo degli strumenti finanziari (*price sensitivity*), cui direttamente o indirettamente essa sia concernente⁴⁴⁵. Nell'eventualità in cui la realizzazione di una particolare circostanza (o futuro

⁴⁴³ P. VALENSISE *et al.*, *L'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni europee sugli abusi di mercato (MAR)*, in *Diritto Bancario*, 24 settembre 2018, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it.

⁴⁴⁴ In argomento, v. C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 183 s. L'A. evidenzia come l'efficacia della scelta, adottata dal legislatore comunitario, di ricorrere ad una clausola generale per individuare le informazioni che devono essere oggetto di comunicazione al pubblico continua a dipendere "nei fatti e in larga parte, dall'interpretazione del contenuto della clausola generale nei singoli casi concreti". Sul ruolo e sulle problematiche delle clausole generali, come strumenti caratterizzati da vaghezza ed indeterminatezza, nonché elasticità che consente notevoli margini di manovra all'interprete, cfr. V. VELLUZZI, *Le clausole generali. Semantica e politica del diritto*, Giuffrè, 2010, 8 ss. Da ultimo, osservano come l'*enforcement* di una nozione di informazione privilegiata quale clausola generale possa comportare la diffusione di informazioni dalla incerta natura privilegiata a fini precauzionali e nell'ottica di evitare sanzioni L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and financial market regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford University Press, Oxford, 2015, 532.

⁴⁴⁵ Sulle istanze di riforma espresse in relazione alla definizione, v. ESMA, *MAR Review report*, ESMA70-156-2391, 23 settembre 2020, 44 ss. Sul punto, è inoltre importante evidenziare che, nell'applicare il disposto dell'art. 7 MAR, non si ritiene applicabile un approccio ispirato alla *magnitude theory*, ovvero alla teoria secondo cui informazioni relative ad eventi "meramente" possibili possano dare luogo ad una informazione privilegiata, se bilanciati con le conseguenze significative che tali informazioni potrebbero produrre sull'emittente. In argomento v. M. VENTORUZZO, C. PICCIAU, *Article 7: Inside Information, in Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 203 ss.; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Corporate Governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria*, a cura di U. Tombari, Torino, 2018, 20 ss.

Piace inoltre ricordare come della sua adeguatezza o meno si discuta ora ampiamente in dottrina, specialmente in relazione alla rilevanza ed al peso delle informazioni *ESG-related*. Nel senso dell'opportunità di includerle in modo esplicito, P. MUELBERT, A. SANJONOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and*

evento) necessari di un processo prolungato per concretizzarsi, «tale futura circostanza o futuro evento, nonché le tappe intermedie di detto processo che sono collegate alla concretizzazione o alla determinazione della circostanza o dell'evento futuri, possono essere considerate come informazioni aventi carattere preciso».

Le condizioni che caratterizzano la “precisione” dell'informazione sono: *i*) il «riferimento a una serie di circostanze esistenti o che si può ragionevolmente ritenere che vengano a prodursi o a un evento che si è verificato o del quale si può ragionevolmente ritenere che si verificherà» e *ii*) il fatto che «tale informazione è sufficientemente specifica da permettere di trarre conclusioni sul possibile effetto di detto complesso di circostanze o di detto evento sui prezzi degli strumenti finanziari o del relativo strumento finanziario derivato, dei contratti a pronti su merci collegati o dei prodotti oggetto d'asta sulla base delle quote di emissioni» (art. 7(2) MAR)⁴⁴⁶. L'art. 7(4) chiarisce inoltre che, onde valutare la *price sensitivity* sia necessario esaminare se l'informazione cui si vuole attribuire natura privilegiata sia «un'informazione che un investitore ragionevole probabilmente utilizzerebbe come uno degli elementi su cui basare le proprie decisioni di investimento»⁴⁴⁷.

the Rise of the ESG Era, 29 ottobre 2020, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3719944>. Cfr. anche J.L. HANSEN, *Issuer's duty to disclose inside information*, in *ERA Forum*, vol 18, 2017, 10 ss.

⁴⁴⁶ Per una analisi delle complessità interpretative di tale norma v. C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 192 s.; A. PIETRANCOSTA, *Article 17: Public disclosure of inside information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 361 ss.

⁴⁴⁷ Nell'attuale contesto normativo determinatosi in seguito all'entrata in vigore della MAR, la ripartizione delle discipline di livello secondario è anch'essa rimasta immutata nella struttura (nonostante siano invece cambiati, rispetto al passato, alcuni attori coinvolti). Se, da un lato, la MAR e la MAD II hanno sostituito la MAD quali misure normative di primo livello, la Commissione ha mantenuto la prerogativa di emanare direttive di dettaglio di secondo livello. In merito a tali testi legislativi di complemento, un ruolo fondamentale è tuttavia svolto ora dall'ESMA. La base legale per una struttura normativa quale quella appena tratteggiata è posta dagli artt. 289-291 TFUE. Inoltre, si consideri che ulteriori linee guida e specificazioni di terzo livello possono essere emanate direttamente dall'ESMA (che è subentrata in tale ruolo al CESR). Tali misure sono volte primariamente a facilitare il processo di convergenza delle prassi applicative a livello delle singole autorità nazionali dei vari stati membri, ma si pongono anche nell'ottica di fornire importanti indicazioni a tutti gli operatori del mercato; pur mantenendo un carattere non vincolante, si ricordi tuttavia che l'art. 16(3) del Regolamento Europeo No 1095/2010 stabilisce come «Le autorità e i partecipanti ai mercati finanziari competenti [debbono compiere] ogni sforzo per conformarsi [a tali] orientamenti e [...] raccomandazioni». Cfr., sul punto, *ex multis*, M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht L. Rev.*, 2014, vol. 10, n. 5, 116 ss.; E. CHITI, *“European Agencies” Rulemaking Powers, Procedures and Assessment*, in *Eur. L. J.*, 2013, vol 19, n. 1, 93 ss.; C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The European Securities and Markets Authority: Accountability*

5. La nozione di informazione privilegiata nelle decisioni della Corte di Giustizia Europea.

Ripercorso quanto sin qui tratteggiato, occorre soffermarsi sul ruolo della Corte di Giustizia Europea e delle pronunce in materia *market abuse*. Dopotutto, nonostante alla IDD siano succedute la MAD prima e la MAR poi, proprio le sentenze della Corte di Giustizia Europea hanno impresso un'impronta indelebile a tale disciplina e al suo processo evolutivo.

Tra queste, sebbene due pronunce siano particolarmente meritevoli in relazione alla nozione di informazione privilegiata, occorre segnalare come la Corte di Giustizia Europea tenda spesso a non variare significativamente orientamento rispetto ai propri precedenti, anche qualora siano nel frattempo intervenute modifiche della normativa in materia, qualora rimangano applicabili i medesimi principi giuridici di fondo⁴⁴⁸.

5.1. Il caso Daimler: il significato del ritardo e la nozione di "ragionevolezza" nella disciplina market abuse.

La prima decisione meritevole di attenzione è il c.d. caso Daimler⁴⁴⁹. In sintesi, la questione portata all'attenzione del giudice comunitario riguardava il fatto che l'informazione concernente un procedimento prolungato ma non ancora concluso possedesse il requisito della

towards EU Institutions and Stakeholders, 2013, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2350194>; M. SCHOLTEN, *The political accountability of EU and US independent regulatory agencies*, Nijhoff studies in EU law, Leiden-Boston, 2014 e M. COSTA, *The accountability gap in EU law*, Routledge, Abingdon, Oxon - New York, NY, 2017 (ove specifico riferimento anche alle c.d. *decentralized agencies*); *European agencies in between institutions and Member States*, a cura di M. Everson, C. Monda ed E. Vos, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2014, ove si legge: «[d]espite concerted efforts in recent years to define the position of agencies in the Union framework, a clear overall view of their role and powers in relation to the EU institutions and to the Member States is still lacking. Their hybrid character as part of the composite EU executive, and the fact that increasing powers are delegated to them, makes an understanding of the efficacy and accountability of agencies ever more important. Benefitting from both academic and practitioner insights from law, political and social sciences, this important book offers an in-depth analysis of the current challenges surrounding European agencies in terms of their design, autonomy, supervisory competence, and legal nature»).

⁴⁴⁸ Cfr. J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law: Where do we stand with MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 369.

⁴⁴⁹ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Gelll v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397.

precisione o meno. Nel caso di specie, il Presidente del Consiglio di gestione della società quotata Daimler AG aveva maturato la decisione di dimettersi dall'incarico a valle dell'assemblea degli azionisti tenutasi nell'aprile 2005. Dopo averne discusso privatamente prima con la consorte e successivamente con diverse persone con cui intratteneva un certo grado di confidenza, egli aveva rassegnato le dimissioni e ne aveva fornito comunicazione al Consiglio di sorveglianza della società nel maggio 2005. La società non intendeva però informare il mercato rispetto a tale variazione senza contestualmente annunciare la nomina del sostituto, dunque manteneva riservata l'informazione, comunicandola solo nel luglio 2005, contestualmente all'avvenuta nomina del successore. Alla pubblicazione di tali informazioni, il mercato aveva reagito positivamente, registrando un incremento del corso di borsa delle azioni Daimler. Tuttavia, un *ex* azionista che aveva ceduto la propria partecipazione prima della comunicazione dell'informazione, aveva inteso avviare un'azione legale contro la società, criticando in particolare la scelta di aver intenzionalmente ritardato la diffusione dell'informazione sulle dimissioni del precedente Presidente dell'organo di gestione, che si doveva invero qualificare come violazione dell'obbligo di pronta diffusione dell'informazione privilegiata.

Nella sentenza, la Corte esordisce innanzitutto con una statuizione di principio: gli elementi intermedi di un processo prolungato (quale, nel caso in esame, l'*iter* di dimissione e sostituzione di una figura apicale di società quotata) possono costituire di per sé informazioni privilegiate rilevanti ai fini MAD, a condizione che però presentino le caratteristiche richieste dalla relativa disciplina. Con ciò, i giudici sostanzialmente respingono l'idea che non si possa definire una informazione come privilegiata se non una volta all'esito del processo prolungato stesso⁴⁵⁰. L'accoglimento di un'interpretazione più restrittiva avrebbe costituito un grave danno per l'integrità del mercato, poiché avrebbe permesso agli *insider* di sfruttare liberamente informazioni relative alle singole fasi intermedie di un procedimento di cui gli stessi fossero in possesso, nella certezza che fino a conclusione dell'intero *iter* esse non sarebbero comunque state comunicate al mercato.

⁴⁵⁰ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Gelll v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafi 30-31. Nell'adottare tale statuizione, i giudici si sono riferiti a quanto disposto dall'art. 3(1) della Direttiva Attuativa della Commissione: tale disposizione indicava infatti, tra gli esempi di informazione privilegiata, sia le negoziazioni in corso sia le decisioni da parte di un organo sociale soggette ad approvazione di altro organo. Entrambi i casi costituiscono fasi intermedie che non esauriscono la natura prolungata del processo cui appartengono.

A ben vedere, però, il vero *test* che la Corte era chiamata a svolgere non consisteva tanto nell'astratta riconduzione di un evento intermedio alla fattispecie dell'informazione privilegiata, quanto piuttosto nella valutazione sulla ragionevolezza che il processo prolungato, cui l'informazione sull'elemento intermedio era riferita, potesse realmente venire ad esistenza⁴⁵¹.

La conclusione dei giudici comunitari è che l'art. 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124/CE della Commissione, del 22 dicembre 2003, impiegando l'espressione "si possa ragionevolmente ritenere", non può essere interpretato nel senso di esigere la dimostrazione di un'elevata probabilità delle circostanze o degli eventi in questione. Al contrario, restringere il campo di applicazione dell'art. 1, punto 1, della direttiva 2003/6 e dell'art. 1, paragrafo 1, della direttiva 2003/124, per quanto riguarda le circostanze e gli eventi futuri, ad un tale grado di probabilità, pregiudicherebbe sia l'integrità dei mercati finanziari dell'Unione sia la fiducia degli investitori in essi⁴⁵².

La Corte sembra pertanto accogliere una nozione di "ragionevolezza" maggiormente vicina al concetto di "verosimile" che non a quello di "molto probabile". Ne discende che, impiegando l'espressione "si possa ragionevolmente ritenere" alle circostanze e agli eventi futuri oggetto di analisi, sostanzialmente si richiede di valutare la sussistenza di una concreta prospettiva che essi verranno ad esistere o che si verificheranno.⁴⁵³ Con ciò, invece, non si può ritenere che abbiano carattere preciso quelle informazioni attinenti a circostanze ed eventi il cui sopravvenire non è verosimile.⁴⁵⁴ Aver interpretato l'espressione "si possa ragionevolmente ritenere" che un evento accada con la necessità che vi sia una "concreta prospettiva" di tale accadimento implica

⁴⁵¹ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafi 43-47.

⁴⁵² La *ratio* di tale interpretazione risiederebbe così nel fatto che, essendo stata adottata in sede europea una definizione unitaria di informazione privilegiata anche al fine di prevenire fenomeni di *insider dealing*, posticipare la comunicazione al pubblico fino al raggiungimento di una elevata certezza dell'accadimento dell'evento rilevante avrebbe permesso ai detentori dell'informazione di conseguire un profitto illecito da una posizione di asimmetria informativa a loro vantaggio rispetto alla generalità del mercato. Sul punto, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate, Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 7 ss., 13.

⁴⁵³ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafo 49.

⁴⁵⁴ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafo 48.

inoltre la necessità di svolgere una valutazione caso per caso, sulla base di massime di esperienza, affinché emerga se un evento rientri in tale nozione o meno⁴⁵⁵.

Per quanto concerne l'accertamento in concreto, oltre che della precisione, del carattere della *price-sensitivity*, la Corte si sofferma altresì sull'opportunità di utilizzare il c.d. *probability-magnitude test*, secondo cui la natura privilegiata di un'informazione che riguardi un procedimento a formazione progressiva, non ancora giunto a compimento, deve essere apprezzata avendo riguardo per le effettive probabilità di realizzazione dell'evento finale, da ponderare con

⁴⁵⁵ Cfr. sul punto S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi prolungati dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 83 ss., 123. Secondo gli Autori, respingendo l'idea che nella fase iniziale ed intermedia di processi complessi le informazioni non possano essere considerate privilegiate, poiché prive del carattere della precisione, la Corte avrebbe allineato la giurisprudenza comunitaria alle pronunce adottate in materia dalla Corte Suprema degli Stati Uniti. Negli Stati Uniti, quando una informazione è idonea ad essere posta da un investitore ragionevole quale base delle proprie decisioni di investimento viene definita come *material*, così seguendo il medesimo solco tracciato nella direttiva attuativa della Commissione, all'art. 1(2)). Tale carattere, che dunque un'informazione privilegiata deve necessariamente possedere, è stato sviluppato dalla Corte Suprema prima nel caso *TSC Industries Inc v Northway Inc.*, 426 U.S. 438 (1976) (in *Villanova L. Rev.*, 1977, vol. 22, 205 ss.), poi cristallizzato in *Basic Inc v. Levinson*, 485 U. S. 224 (1988). In sintesi, la giurisprudenza d'oltreoceano abbraccia una valutazione improntata a caratteri di flessibilità, che rigetta la tesi secondo cui l'informazione non possiede il carattere della *materiality* se non quando il processo cui si riferisce sia giunto sostanzialmente a conclusione. Per valutare il carattere in questione, è così necessario operare detto *probability-magnitude test*, che consente anche alle fasi intermedie di assurgere al livello di informazioni rilevanti ai fini della normativa *market abuse*.

Per una disamina della questione nella letteratura statunitense, *Second Circuit finds issuer's failure to disclose loan impairments immaterial as a matter of law*, in *Harvard L. Rev.*, 2012, vol. 125, n. 5, 1282 ss.; A.C. PRITCHARD, *Securities law in the Roberts court: agenda or indifference?*, in *J. Corp. L.*, 2011, vol. 37, n. 2, 105 ss.; A. HORWICH, *An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scienter Under SEC Rule 10b-5*, in *Business Lawyer*, 2011, vol. 67, n. 1, 1 ss.; W. KELLY, *Fraud-on-the-Market Class Certification: Theory, Tolling and Materiality*, in *Defense Counsel J.*, 2013, vol. 80, n. 3, 307 ss. e, più recentemente, J. LUMB, *Chamber urges SEC to keep focus on materiality in disclosure reform initiative*, in *SEC No - Action Letter Weekly*, 2016, vol. 22, n. 46, 1 ss.; K.S. SCHULZKE, G. BERGER WALLISER, *Toward a Unified Theory of Materiality in Securities Law*, in *Columbia J. Transnational L.*, 2017, vol. 56, n. 1, 6 ss. (ove si evidenziano gli sforzi sia negli Stati Uniti sia in Europa sulla definizione di *materiality*, "an essential but elusive securities law concept"). La rinnovata attenzione in materia «is due in part to increasing globalization of capital markets, data, and information channels that has highlighted inconsistencies in theory and application. In the United States, the Supreme Court has loosely defined materiality through a line of cases beginning with *TSC Industries v. Northway* and *Basic, Inc. v. Levinson*, whose reasonable investor rubric is frequently disregarded by lower courts, prosecutors, and the Securities and Exchange Commission. Meanwhile, in the E.U., courts have only lightly addressed materiality. Scholars in law and behavioral economics have criticized the TSC-Basic rubric for its ambiguity, unpredictability, and disconnection from market psychology». In argomento cfr. altresì E. ENGLE, *Global Norm Convergence: Capital Markets in U.S. and E.U. Law*, in *European Business Law Rev.*, 2010, vol. 21, 465 ss.; J. PAYNE, *Disclosure of inside information, Law Working Paper n. 422/2018*, 1 ss., consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3244401>.

l'impatto⁴⁵⁶ complessivo che tale evento è suscettibile di produrre sull'emittente e sull'insieme delle attività di quest'ultimo. Qualora tale impatto sia significativo (per esempio, qualora la fusione offra consistenti vantaggi sinergici o comporti un premio per gli azionisti della società acquisita), anche informazioni che non suggeriscano tuttavia una elevata probabilità di verifica dell'evento finale possono essere considerate privilegiate ai fini della disciplina *market abuse* (si pensi, ad esempio, alla notizia relativa all'avvio di trattative concernenti la potenziale fusione di due importanti società nel settore automobilistico, per nulla semplici da concludere, ma con un importante potenziale effetto positivo sul prezzo delle azioni della società risultante dalla fusione)⁴⁵⁷.

In *Daimler*, la Corte è stata dunque posta dinanzi alla questione se fosse corretto utilizzare il *probability-magnitude test* per verificare la sussistenza del requisito della precisione in relazione all'informazione sulle fasi intermedie di un procedimento complesso, la Corte ha risposto in senso negativo⁴⁵⁸. Secondo i giudici comunitari, non serve avere riguardo "all'ampiezza degli effetti dell'evento o del complesso di circostanze sul prezzo" per stabilire quando un evento o insieme di circostanze future possano ritenersi ragionevolmente prevedibili, così da qualificare la relativa informazione come precisa⁴⁵⁹. L'impatto dell'informazione sul prezzo non entra

⁴⁵⁶ Per tale intendendosi l'effetto, valutato in termini di variazione del prezzo, che è ragionevole attendersi a seguito della conclusione del procedimento.

⁴⁵⁷ In sintesi, potrebbe ritenersi ragionevole l'investimento che, seppur fondato su un'informazione con bassa probabilità di concretizzarsi, presenti un potenziale impatto sul corso delle azioni dell'emittente molto elevato. Per quanto riguarda la fusione, basti ricordare che spesso ai soci della società fusa è offerto un corrispettivo superiore ai prezzi di mercato pre-avvio delle trattative, e che i corsi di mercato, una volta diffusa la notizia relativa all'avvio di tali trattative, oscillano considerevolmente. V., relativamente a quest'ultimo punto, L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, in *Capital Markets L. J.*, vol. 10, n. 2, aprile 2015, 162 ss. L'autore analizza un insieme esemplificativo di recenti fusioni ed acquisizioni completate nelle principali giurisdizioni mondiali. Ne emerge come, se in alcuni casi il prezzo della società offerente ha registrato un incremento, in molti altri la direzione dei corsi di borsa è stata negativa.

⁴⁵⁸ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Gelll v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafi 52-53.

⁴⁵⁹ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Gelll v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafo 50. Da quanto precede deriva l'impossibilità in futuro di riproporre una interpretazione giuridica che distingue due diverse nozioni di informazione privilegiata: una rilevante ai fini degli abusi di mercato ed una, invece, idonea a definire i tempi di comunicazione al pubblico. Per quanto riguarda le posizioni della dottrina in Italia prima della sentenza *Daimler*, v. G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria: profili evolutivi e problemi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Giuffrè, Milano, 381 ss., spec. 378 s. L'Autore, in particolare, ritiene come, anche ai fini della comunicazione

dunque nella valutazione necessaria per poter considerare una informazione come precisa, valutazione che è invece fondata solamente sul livello di probabilità della stessa⁴⁶⁰.

In altri termini, la Corte ha rigettato il *probability-magnitude test* per affermare invece come due elementi (precisione e *price-sensitivity*) siano distinti l'uno dall'altro, e vadano entrambi soddisfatti per poter considerare un'informazione di carattere privilegiato. Tale rigetto non si qualifica, tuttavia, come un rifiuto netto ed irrevocabile di applicazione del *probability-magnitude test* con riguardo alla valutazione di quegli elementi che compongono una informazione privilegiata⁴⁶¹. Infatti, la Corte sembra lasciare aperta la possibilità di utilizzare tale *test* per determinare non tanto la precisione (per la quale è stato escluso), quanto piuttosto la *price sensitivity*.

Se dunque appare che la Corte nella sentenza *Daimler* abbia ritenuto di supportare una valutazione separata di entrambi gli elementi (precisione e *price sensitivity*), non emerge però con chiarezza se a tale valutazione separata corrisponda anche una netta demarcazione tra gli stessi⁴⁶².

Tale circostanza diviene tuttavia evidente grazie alla successiva pronuncia, il c.d. caso *Lafonta*, di seguito esaminato⁴⁶³.

5.2. Il caso Lafonta: le peculiarità del requisito della “precisione”.

selettiva, le informazioni privilegiate potessero definirsi tali solo “al verificarsi” di un complesso di circostanze o di un evento, in conformità con quanto previsto dal tenore letterale dell'art. 66, comma 1, del Regolamento Emittenti allora vigente (comma successivamente sostituito in un primo tempo con la delibera n. 19925 del 22.3.2017, poi modificato nell'attuale formulazione dall'art. 3 della delibera n. 20621 del 10 ottobre 2018).

⁴⁶⁰ Probabilità che, come si è visto, è espressa dalla Corte come concreta prospettiva che gli eventi o le circostanze future vengano ad esistere o si verificheranno: cfr. Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafo 49.

⁴⁶¹ Cfr. J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law: Where do we stand with MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 385. Cfr. Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-19/11, *Markus Geltl v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397, paragrafo 55: secondo i giudici, prendere in considerazione l'“impatto previsto” di un evento sull'emittente potrebbe infatti essere diretto a determinare se un'informazione sia idonea ad incidere sensibilmente sul prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente o meno.

⁴⁶² J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law: Where do we stand with MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 386.

⁴⁶³ Decisione del 11 marzo 2015 nel caso 628/13, *Jean Bernard Lafonta v. Autorité des marchés financiers*, EC:C:2015:162.

In via preliminare, si rammenti come il caso *Lafonta* sia significativo, ma meritevole di una rapida premessa.

Esso si inserisce nell'ambito di una operazione di *stake building* cosiddetta *stealth*⁴⁶⁴, ossia in un processo di incremento del numero di azioni di una società, spesso prodromico ad un'offerta per assumerne il controllo, che si basa sulla conclusione di una serie di *equity swaps cash-settled* per poter incrementare le posizioni detenute in una data società. Prima della crisi finanziaria, tale meccanismo aveva riscosso un certo successo ed era stato adoperato, *inter alia*, nei seguenti casi di fusioni o acquisizioni: Porsche/VW e Schaeffler/Continental, in Germania; Laxey/Implenia e Victory/Sulzer, in Svizzera; Ifil/Fiat, in Italia; Glencore International/Austral Coal, in Australia, e TCI/CSX, negli Stati Uniti.⁴⁶⁵

In tale *framework* si inseriscono dunque i fatti, di seguito sommariamente tratteggiati: il Sig. Lafonta rivestiva il ruolo di Presidente del Consiglio direttivo di una società di investimenti di diritto francese (*Wendel S.A.*), società che stipulava con alcuni istituti bancari una serie di contratti derivati denominati *total return swaps* tra il dicembre 2006 e il luglio 2007, il cui sottostante era costituito da azioni della multinazionale francese *Saint-Gobain S.A.*

Né *Wendel S.A.* né il Sig. Lafonta avevano però comunicato alla competente Autorità francese (*Autorité des marchés financiers* o AMF) di aver stipulato tali accordi. Per l'effetto delle pattuizioni convenute tramite i summenzionati derivati, *Wendel S.A.* procedeva di seguito ad acquistare ingenti quantità di azioni *Saint-Gobain*, comunicando, una volta superate le soglie rilevanti, al regolatore la partecipazione detenuta ad esito del processo.

L'Autorità contestava tuttavia (con conseguente sanzione) a *Wendel* di non aver prontamente comunicato al mercato l'informazione privilegiata, ossia le principali caratteristiche dell'intera operazione. La comunicazione sarebbe dovuta avvenire, al più tardi, all'atto della stipulazione dei contratti derivati. Nell'ottica del regolatore, infatti, la stipulazione dei derivati da parte di

⁴⁶⁴ In argomento, e specificatamente per quanto concerne lo *stealth trading*, v. L. HARRIS, *Trading and Exchanges. Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, Oxford- New York, 2003, a 226. In letteratura, sul tema, anche L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, in *Capital Markets L. J.*, 2015, vol. 10, n. 2, 162 ss.; M.C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in *Stanford J. L. Business & Finance*, 2009, vol. 15, n. 1, 127 ss.; *A new wrinkle; Takeover tactics*, in *The Economist*, 3 maggio 2014.

⁴⁶⁵ Per una visione di insieme su tale genere di operazioni, v. H. FLEISCHER, K.U. SCHMOLKE, *The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2011, vol. 12, n. 1, 121 ss.; C. BRYANT, S. DANESHKHU, J. HUGHES, R. MILNE, *Loopholes to disclosure widespread across Europe*, in *Financial Times*, 30 ottobre 2008, 14.

Wendel era preordinata non tanto alla volontà di coprire rischi finanziari, quanto piuttosto di acquisire una percentuale significativa del capitale della *Saint-Gobain*. Impugnando il provvedimento dell'AMF, Lafonta adduceva in propria difesa come l'informazione consistente nella conclusione dei contratti derivati non potesse definirsi "privilegiata", poiché tale può essere considerata solo l'informazione che permette al possessore di trarre conclusioni circa l'effetto che questa può esercitare sul prezzo dei rilevanti strumenti finanziari⁴⁶⁶.

Nel caso di specie non è stato possibile determinare con precisione se l'informazione in oggetto avrebbe condotto – ove resa pubblica – ad un aumento o ad una diminuzione del prezzo degli strumenti finanziari dell'emittente. Nella decisione, la Corte ha dunque ritenuto sufficiente che, per poter essere considerata come privilegiata, l'informazione possa potenzialmente condurre ad una variazione del prezzo degli strumenti finanziari, essendo invece irrilevante la variazione concreta del prezzo sotto il profilo quantitativo.

Venendo ad esaminare l'iter argomentativo, la Corte ha anzitutto ribadito le conclusioni già raggiunte in *Daimler*, ossia l'indipendenza tra precisione e *price sensitivity*. Nel proseguire, i giudici tuttavia osservano come sia sufficiente che l'informazione sia almeno concreta o specifica così da poter fungere da base per valutare se il complesso di circostanze, o che l'evento costituente l'oggetto dell'informazione sia suscettibile di produrre un effetto sui prezzi degli strumenti finanziari cui quest'ultima si riferisce. Pertanto, dalla nozione di «informazione privilegiata» così tratteggiata sarebbero unicamente escluse le informazioni vaghe o generiche, che non consentono di trarre alcuna conclusione riguardo al loro possibile effetto sui prezzi degli strumenti finanziari.⁴⁶⁷

In questo senso, i due elementi, prima separati (si pensi alla pronuncia *Daimler*), si presentano quali strettamente connessi nella sentenza *Lafonta*. E, come osservato da più parti in dottrina⁴⁶⁸,

⁴⁶⁶ Corte di Giustizia UE, Seconda Sezione, Caso C-628/13, *Jean-Bernard Lafonta contro Autorité des marchés financiers*, 11 marzo 2015, ECLI:EU:C:2015:162, paragrafo 18.

⁴⁶⁷ Cfr. M. VENTORUZZO, *Dal market sounding all'insider trading*, in *lavoce.info*, 15 aprile 2016. Secondo l'Autore, la Corte avrebbe ampliato la nozione di "informazione privilegiata", racchiudendo in tale categoria non solo le informazioni che consentano di anticipare la direzione del futuro mutamento del prezzo dello strumento finanziario, ma anche tutte quelle che più sinteticamente permettono di aspettarsi un'alterazione del prezzo in quanto tale (a prescindere, dunque, dalla direzione).

⁴⁶⁸ J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law: Where do we stand with MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 387; L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, in *Capital Markets L. J.*, 2015, vol. 10, n. 2, 161 ss. V. inoltre anche S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 120, i quali osservano come l'interpretazione

proprio perché interconnessi, permangono entrambi nella loro imprescindibilità. Come accennato, qualora l'informazione fosse troppo vaga per consentire di giungere ad una conclusione circa la sua capacità di influenzare il prezzo di un determinato strumento finanziario, la stessa non potrebbe essere posta quale base delle decisioni di investimento da parte di un investitore ragionevole⁴⁶⁹.

Alla luce della breve disamina della giurisprudenza comunitaria appena condotta, emerge con chiarezza come non sia più possibile – soprattutto dopo la pronuncia *Daimler* – sostenere un'interpretazione di informazione privilegiata che non comprenda, astrattamente, anche informazioni relative alle fasi intermedie dei processi prolungati.⁴⁷⁰ Di converso, la Corte sembra invece invitare ad una *compliance* con il dovere di comunicazione che sia anticipata al momento in cui le singole fasi intermedie si completano e, potenzialmente, anticipata in una fase ancora precedente, che in ipotesi può anche coincidere con l'istante in cui si prospetta, ragionevolmente, la conclusione del singolo passaggio intermedio.

7. L'utilizzo del c.d. "ritardo" nella disclosure dell'informazione societaria: quali caratteristiche e quali margini di applicabilità?

Sin dagli albori della legislazione comunitaria in materia di abusi di mercato, il compromesso raggiunto in sede europea prevedeva che i contrapposti interessi degli investitori alla trasparenza, da un lato, e degli emittenti alla *confidentiality*, dall'altro, si contemperassero mediante la predisposizione di un particolare strumento: il ritardo nella comunicazione dell'informazione privilegiata.

fatta propria dai giudici comunitari nel caso Lafonta abbia comportato in termini pratici un ampliamento del perimetro della nozione di informazione privilegiata.

⁴⁶⁹ L'analisi dei contorni di tale figura si pone, per ampiezza, al di là dei limitati scopi della presente analisi. In argomento, v. B.S. BLACK, *Behavioural Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in *Loyola Univ. Chicago L. J.*, 2013, 1493 ss.; E.F. FAMA, *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, in *J. Fin. Econ.*, 1998, vol. 50, n. 3, 283 ss.; D. HIRSHLEIFER, *Investor Psychology and Asset Pricing*, in *J. Fin.*, 2001, vol. 56, n. 4, 1533 ss. Sull'importanza dell'utilizzo di informazioni da parte degli investitori ragionevoli per rafforzare l'efficienza allocativa del mercato v. R. ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law J.*, vol. 107, n. 8, 1998, 2359 ss.

⁴⁷⁰ V. H. KRAUSE, M. BRELLOCHS, *Insider trading and the disclosure of inside information after *Geltl v Daimler* – A comparative analysis of the ECJ decision in the *Geltl v Daimler* case with a view to the future Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2013, vol. 8, n. 3, 297 ss.

La possibilità di ritardare, al ricorrere di certe condizioni, la comunicazione (di per sé comunque dovuta) consente così di escludere che l'obbligo di divulgazione in parola abbia carattere incondizionato.

Per poter scendere nel dettaglio dell'istituto del ritardo, si rende tuttavia necessario ripercorrere brevemente l'*iter* temporale dell'obbligo di comunicazione previsto dalla MAR.

Tale obbligo si sostanzia anzitutto nel dovere di procedere alla comunicazione al pubblico “quanto prima”⁴⁷¹: la tempistica ristretta è considerata dal Regolamento stesso elemento essenziale per poter garantire l'integrità dei mercati. Al riguardo, la normativa comunitaria purtroppo non offre un grado di dettaglio tale da cogliere in profondità il significato della

⁴⁷¹ Cfr. in merito le CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 6.8 e spec. paragrafo 7. Nelle indicazioni ivi contenute, l'Autorità suggerisce che la comunicazione venga effettuata entro il lasso temporale necessario per predisporre il comunicato stampa, di modo da consentire una valutazione completa e corretta dell'informazione da parte del pubblico. A tal fine, in relazione a quelle informazioni che non hanno ancora natura privilegiata ma che la assumeranno in un momento prevedibile nel futuro (come ad esempio eventuali informazioni relative alla favorevole conclusione di trattative di fusione in un momento nel quale questo non sia ancora il caso ma si può ragionevolmente prevedere che probabilmente lo divenga in futuro) l'emittente deve inoltre aver già predisposto una bozza di comunicato, assicurandosi altresì che le persone coinvolte nel processo di pubblicazione si tengano pronte a procedere (paragrafo 7.1.4). Per un commento sul punto, C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 7 ss., 16 s. Coerentemente con la prassi seguita da prima dell'entrata in vigore della MAR, le Linee guida invitano inoltre l'emittente a pre-allertare Consob e la società di gestione del mercato (Borsa Italiana S.p.A.), anche per le vie brevi (senza dunque particolari formalità), della possibilità che quest'ultimo pubblichi informazioni privilegiate di particolare rilievo mentre gli strumenti finanziari sono in fase di negoziazione. Tale invito a fornire un preavviso viene giustificato nelle linee guida con la necessità di “consentire alla Consob e alla società di gestione del mercato il tempestivo esercizio delle rispettive attività di vigilanza” (CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 7.2.1.). Nella giurisprudenza, cfr. altresì Cass. 14 febbraio 2018, n. 3573, che, cercando di determinare il significato dell'espressione “quanto prima”, ha riconosciuto violata la norma comunitaria laddove l'emittente effettui una comunicazione dopo otto giorni dal momento in cui sia stato accertato il carattere privilegiato dell'informazione. In argomento, cfr. R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il Kaleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 159 s.; A. PIETRANCOSTA, *Article 17: Public disclosure of inside information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 361 ss. Sottolinea il delicato compito svolto dalle linee guida ed altre disposizioni adottate dalle autorità di vigilanza nazionali nell'ottica di supportare i principi sottesi all'impianto normativo comunitario N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 713 ss.

locuzione evidenziata (“quanto prima”)⁴⁷², dunque l’espressione si presterebbe facilmente ad interpretazioni contrapposte, a seconda del fatto che si intenda adottare un approccio più o meno rigido, tenendo in considerazione altresì fattori interni ed esterni all’emittente.

In ogni caso, il ricorso al meccanismo del ritardo costituisce – nel regime MAD, così come nell’ora applicabile regime MAR – un’eccezione e, come tale, dovrebbe in linea di principio trovare applicazione solo in casi straordinari rispetto alla regola generale, ossia la comunicazione senza ritardo. L’adozione tuttavia di un’unica definizione di informazione privilegiata rende l’istituto del ritardo ancora più centrale nel panorama della disciplina, in quanto evita che il contemperamento tra le due posizioni di cui si è detto ceda il passo ad un’insostenibile, automatica e perdurante compressione degli interessi degli emittenti dinnanzi alle esigenze di trasparenza.

Ed ecco così che l’istituto del ritardo assurge ad un ruolo se non nuovo, quantomeno cruciale rispetto al passato: una sua riscoperta e valorizzazione permette infatti, su un piano distinto ma parallelo, di approdare ad una nozione di informazione privilegiata unitaria ed ampia. Quest’ultima permetterebbe di perseguire con la massima efficacia obiettivi di integrità dei mercati, disciplinando in modo conforme ed omogeneo fenomeni di *insider trading* e obblighi di comunicazione. Al tempo stesso, esso conserva quella che era forse la caratteristica più pregevole dei sistemi giuridici nazionali aventi un regime di doppia nozione: ridimensionare

⁴⁷² Per quanto concerne le modalità pratiche di comunicazione, nell’ordinamento italiano, l’emittente dovrà di regola pubblicare i comunicati stampa tramite un Sistema per la Diffusione delle Informazioni Regolamentate (SDIR) o alternativamente con altri strumenti idonei (CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 7.3). Per l’eventualità infatti in cui la società quotata non si avvalga di uno SDIR, si prevede l’invio del comunicato stampa ad almeno tre *media*, di cui almeno due con diffusione nazionale (CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 7.3.3.). In linea con quanto stabilito dalle previsioni MAR in materia, tutti i comunicati stampa relativi ad informazioni privilegiate sono messi a disposizione sul sito internet dell’emittente, ove devono essere conservati per cinque anni (cfr. art. 17(1) MAR e CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 7.5). Per una analisi del panorama della prassi nel panorama d’oltreoceano, v. K.R. AHERN, D. SOSYURA, *Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations*, in *J. Finance*, 2014, vol. 69, n. 1, 241 ss. Cfr. altresì C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 7 ss., 9: secondo gli AA., l’adozione di una nozione di siffatta pubblicazione, costituita solamente da canali ad ampia diffusione come quelli mediatici, si pone nell’ottica di garantire la parità di accesso all’informazione stessa. Non mancano tuttavia in dottrina coloro che, d’altra parte, sostengono come anche una circolazione più circoscritta possa essere sufficiente, purché consenta una rapida incorporazione della notizia nei prezzi di mercato (N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014, 721 s.).

quanto più possibile i rischi di divulgazione prematura – e, come tale, certamente dannosa – per gli emittenti e talvolta anche per il mercato.

Il ritardo assume inoltre una dimensione centrale, per molti versi, inedita, proprio in quegli ordinamenti ove in precedenza si era adottato il regime della doppia definizione. Nello specifico, in Italia e in altri Stati Membri, la scissione tra la nozione di informazione già di per sé rappresentava una forma di tutela per l'emittente preoccupato di proteggere la propria posizione avverso una comunicazione anticipata. In tale contesto, pertanto, una comunque limitata rilevanza poteva avere così un istituto come quello del ritardo, che avrebbe peraltro comportato una inevitabile valutazione da parte dell'Autorità sulla sussistenza dei relativi requisiti, tutt'altro che scontata o prevedibile.

Era infatti ben più semplice seguire il percorso tracciato dalla doppia definizione di matrice nazionale: qualora l'informazione non avesse rispettato i canoni dettati per la comunicazione, pur essendo astrattamente configurabile una informazione privilegiata ai sensi della relativa definizione dettata in materia di *insider trading*, non si sarebbe proceduto alla divulgazione. Le ragioni sottese a tale tendenza sono esemplificate anche dalle prese di posizione assunte dalle stesse autorità di vigilanza europee: il CESR, organo deputato a riunire le definizioni per livellare le disparità e rendere il confronto più agile, aveva sviluppato la concezione del ritardo come strumento eccezionale, cui non fare ricorso in via ordinaria.

In tale panorama, rispetto al quale l'entrata in vigore della MAR ha radicalmente inciso, si è realizzato un profondo mutamento.

L'art. 17(4) MAR prevede come un emittente possa, sotto la propria responsabilità, ritardare la comunicazione al pubblico di una informazione privilegiata purché: *a)* la comunicazione immediata pregiudichi probabilmente i legittimi interessi dell'emittente; *b)* il ritardo nella comunicazione probabilmente non produca effetto fuorviante rispetto al pubblico; e *c)* l'emittente sia in grado di garantire la riservatezza di tali informazioni⁴⁷³.

Tutte le summenzionate condizioni debbono essere contestualmente sussistenti e applicabili anche qualora oggetto del ritardo sia un'informazione attinente ad una fase intermedia di un processo prolungato, aspetto di primario interesse per la presente trattazione.

Una volta verificatisi i requisiti e ritenutosi applicabile il meccanismo *de quo*, l'emittente deve in ogni caso informare prontamente l'autorità competente che la comunicazione è stata ritardata

⁴⁷³ Per un primo commento, S. GERARDI, G. GRASSO, L. LO PÒ, *Gli altri obblighi. Lo schema scelto dal legislatore Ma resta il vincolo di comunicare il rinvio*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 ottobre 2018.

ai sensi della sopra citata disposizione MAR, nello specifico, non appena ultimata la divulgazione al mercato dell'informazione in oggetto. Si rammenta come il Regolamento non stabilisca espressamente alcun limite massimo di durata del ritardo; pertanto, ne conseguirebbe come la comunicazione possa essere posticipata fin tanto che tutti i criteri richiesti dall'art. 17(4) MAR continuano ad essere soddisfatti⁴⁷⁴.

Dal quadro appena tratteggiato si evince come, a fronte della centralità ora attribuita al ritardo, il legislatore europeo non abbia tuttavia mutato i caratteri strutturali dell'istituto, lasciando pressoché inalterate le condizioni per l'applicazione di tale meccanismo.

Con l'intenzione di rendere più semplice il ricorso al ritardo, considerata la sua cruciale importanza nel nuovo assetto MAR, si prevede l'esplicito compito per l'ESMA di fornire orientamenti volti a stabilire un elenco indicativo (non esaustivo) sia dei legittimi interessi degli emittenti che possano fondare un ricorso al ritardo sia delle situazioni in cui tale ritardo nella comunicazione di informazioni privilegiate possa indurre in errore il pubblico.

Per quanto concerne il profilo dei legittimi interessi dell'emittente, il considerando 50 fornisce utili indicazioni esplicative. In particolare, si specifica come tali legittimi interessi possano riferirsi a negoziazioni in corso, o anche decisioni adottate dall'organo direttivo di un emittente la cui efficacia sia subordinata all'approvazione di un altro organo dello stesso (riproducendo in sostanza l'art. 3(1) della direttiva della Commissione Europea 124/2003/EC). Sul punto è poi intervenuta l'ESMA, pubblicando le proprie linee guida, contenenti una lista non esaustiva di ipotesi esemplificative nelle quali ricorrerebbe una fattispecie di legittimo interesse dell'emittente al ritardo.

I lavori preparatori delle summenzionate *guidelines* forniscono dettagli-chiave in merito alla posizione dell'ESMA: a valle dei commenti ricevuti nel corso del procedimento di consultazione pubblica, l'Autorità decise, rispetto all'eccezione rappresentata dalle negoziazioni, di fornire un elenco più esaustivo di esempi a cui queste negoziazioni dovessero riferirsi, per poter considerare legittimo l'interesse dell'emittente al ritardo. Ai fini del presente

⁴⁷⁴ Sul punto, F. KOCH, *Disclosure of Inside Information*, in *European Capital Markets Law*, a cura di R. Veil, Hart Publishing, Oxford, Portland-Oregon, 2017, 365. L'A. rileva tuttavia come, al riguardo, possa trarsi dal Regolamento un obbligo sottinteso in capo all'emittente di verificare con continuità il perdurare di tutti gli elementi che giustifichino il mantenimento del ritardo nella comunicazione, per procedere alla comunicazione proprio nel momento in cui non se ne ravvisi più la presenza. Se, tuttavia, in tale occasione, l'informazione avesse perso il carattere di "privilegiata", non potrebbe più configurarsi alcun obbligo di divulgazione. Ciò potrebbe, ad esempio, verificarsi qualora un emittente abbia dapprima avviato trattative in relazione ad una potenziale operazione di fusione, per poi interromperle prima della conclusione.

elaborato, rileva porre in evidenza come l'Autorità abbia inserito il fenomeno della fusione in tale novero (unitamente ad altri accadimenti di rilievo nella vita di una società come acquisizioni e scissioni)⁴⁷⁵. In quest'ottica, l'obiettivo delle linee guida è dunque quello di fornire chiarezza e certezza giuridica, garantendo agli operatori di mercato, qualora si trovassero in una delle situazioni menzionate, la possibilità di fare ragionevole affidamento sullo strumento del ritardo⁴⁷⁶.

In linea di principio, le linee guida si prefiggono di incrementare il grado di armonizzazione nell'applicazione della MAR da parte delle Autorità nazionali e degli operatori, ma il risultato finale dipenderà dal grado col quale le varie autorità nazionali intenderanno adeguarsi agli indirizzi dell'ESMA⁴⁷⁷.

Giungendo al secondo elemento della disciplina, si evince dall'art. 17(4)(b) MAR che il ritardo nella comunicazione è ammissibile solo laddove «non abbia l'effetto di fuorviare il pubblico». Ad un primo sguardo, tale requisito potrebbe apparire contro intuitivo: se l'informazione privilegiata è quella che un investitore ragionevole porrebbe come base delle proprie scelte di

⁴⁷⁵ Per un inquadramento delle tematiche negoziali e giuridiche nelle operazioni di M&A (tra le quali si ricomprende la fusione), v. P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 338 ss.; L. PICONE, *Trattative, due diligence ed obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 234. Più diffusamente sull'argomento, benché in una prospettiva pre-Riforma, v. altresì F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Atti del convegno tenutosi a Portofino nel giugno 1989, a cura di F. Bonelli e M. De Andrè, Giuffrè, Milano, 1990.

⁴⁷⁶ A. PIETRANCOSTA, *Article 17: Public disclosure of inside information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 343 ss.

⁴⁷⁷ Cfr. altresì, rispetto all'ordinamento italiano, CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 6.3. Richiamando le disposizioni MAR e le indicazioni ESMA, la Consob fornisce delle precisazioni ulteriori stabilendo, ad esempio, come nel caso di trattative concluse positivamente (e potenzialmente inerenti una operazione straordinaria quale la fusione) che riguardino due emittenti quotati, gli stessi emittenti debbano coordinarsi in modo che l'approvazione da parte dei rispettivi organi sociali competenti avvenga, per quanto possibile, in momenti ravvicinati (al fine di contenere l'estensione del ritardo). Per un commento sul punto, A. VENTURA, *Corporate governance e il trattamento delle informazioni privilegiate secondo le linee guida della Consob*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, 485 ss. e ESMA, *MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information (ESMA/2016/1478)*, 4 febbraio 2019, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu, dal quale si evince che tutti gli Stati Membri già in tale data risultavano allineati alle *guidelines* ESMA sul ritardo, con una leggera discrasia temporale con riferimento agli Stati appartenenti alla *European Economic Area*: Norvegia (che ha comunicato di adeguarsi a partire dal 30 giugno 2019), Islanda e Lichtenstein (che hanno differito l'implementazione al 31 dicembre 2019).

investimento, allora il ritardo nel comunicare tale informazione dovrebbe essere considerato per sé come fuorviante⁴⁷⁸.

Sul punto, il CESR era giunto, sotto la vigenza della MAD, a proporre la cancellazione di tale condizione o, in alternativa, di integrarla con determinate specificazioni e sottolineando come il ritardo possa risultare fuorviante solo laddove l'informazione si collochi in posizione contraria rispetto a quello che è il consenso del mercato. In altri termini, qualora la comunità degli investitori dimostri di avere determinate aspettative in relazione ad un particolare strumento finanziario (ad esempio, alla luce di una costante crescita dei prezzi nell'ultimo periodo o di un consenso diffuso circa l'*outlook* finanziario dello strumento in questione) che verrebbero disattese proprio dall'informazione in parola.

Come nel caso degli "interessi legittimi", anche per quanto concerne questa condizione la MAR si preoccupa di fornire agli operatori un maggior grado di dettaglio e chiarezza. Infatti, l'art. 17(11) MAR attribuisce all'ESMA il potere di dettare delle *guidelines* che definiscano in positivo le ipotesi in cui il ritardo è idoneo a fuorviare il pubblico.

A valle di tale attribuzione, l'ESMA ha inteso così procedere all'elencazione delle situazioni in cui il ritardo può indurre in errore il pubblico, e precisamente ha inteso farlo nel medesimo contesto, ossia le linee guida che già recano indicazioni rispetto agli interessi legittimi contengono anche una elencazione delle situazioni nelle quali il ritardo può indurre in errore il pubblico.

Da una breve disamina delle tre ipotesi illustrate dall'Autorità emerge immediatamente un importante dato comune: il ritardo sembra essere considerato fuorviante solamente qualora l'informazione diverga rispetto alle aspettative diffuse nel mercato, laddove queste ultime siano basate su delle precedenti comunicazioni effettuate direttamente dall'emittente. L'ESMA pare dunque sollevare gli emittenti dall'onere di reagire ai *rumors* di mercato qualora questi ultimi non siano stati originati da una precedente comunicazione in sé, a prescindere dal fatto che il contenuto di tali *rumors* non corrisponda alla situazione reale della società coinvolta.

⁴⁷⁸ Per una ricognizione delle situazioni previste dalla normativa comunitaria, v. altresì CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 6.4. In argomento, cfr. altresì K. SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Palgrave, Londra, 2018, 108 s.

In questo modo, si è rilevato in dottrina come l’Autorità consenta agli emittenti di fruire di un ritardo maggiore rispetto a quanto fosse possibile in passato sotto il regime MAD⁴⁷⁹. In particolare, non configurare come fuorviante il ritardo qualora l’informazione che si attende a comunicare vada sì contro le aspettative del mercato, ma non create né alimentate dall’emittente, ne amplierebbe la possibilità di utilizzo da parte delle società.

Non solo. Non rimarrebbe così più alcun margine per configurare un’ipotesi nella quale il ritardo stesso possa essere considerato capace di generare errore nel pubblico, attribuendo così all’emittente il potere, in linea di principio, di governare la tempistica del processo di comunicazione (ovviamente, nel rispetto delle ulteriori norme applicabili a tale circostanza ed, in particolare, di quella norma che fonda l’obbligo a procedere senza indugio una volta venuti meno i presupposti per ritardare la comunicazione).

Nel contesto del processo di trasposizione nell’ordinamento italiano delle disposizioni MAR, è a questo punto opportuno soffermarsi brevemente sulle linee guida adottate dalla Consob nel 2017.

A seguito di consultazione, l’Autorità ha infatti apportato, per mezzo della Delibera n. 19925 del 22 marzo 2017, alcune modifiche ai regolamenti attuativi del TUF così da garantire un maggiore coordinamento delle prassi applicative interne con la normativa comunitaria. Cristallizzando un *modus operandi* che si sarebbe già potuto considerare quale *best practice*, le linee guida Consob per la gestione delle informazioni privilegiate (in seguito, anche, le “Linee Guida Consob”) richiedono che, rispetto alle specifiche informazioni rilevanti che possano astrattamente rivestire carattere privilegiato, gli emittenti effettuino una valutazione delle condizioni che consentono di ritardare la comunicazione (ciò, si badi bene, prima della decisione in merito alla sussistenza o meno della natura di informazione privilegiata)⁴⁸⁰.

⁴⁷⁹ S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e processi prolungati dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, a 129 ss.

⁴⁸⁰ CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 6.1.1. In argomento cfr. altresì L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell’informazione continua*, in *AGE*, 2013, 224. Secondo gli Autori, l’ambito di regolamentazione posto dalla Consob prima dell’entrata in vigore della MAR non ricomprendeva «quell’area grigia dell’informazione societaria che è costituita dalla diffusione di informazioni in forme più o meno esplicitamente pubblicitarie e “subliminali” e in canali non “ufficiali”, ossia di diretta pertinenza degli emittenti». Cfr. anche G. STRAMPELLI, *L’informazione societaria: profili evolutivi e problemi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 311 ss.; R. COSTI, *L’informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il Caleidoscopio dell’informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 159 ss.

Al contempo, per quelle informazioni che assumono natura privilegiata in modo non prevedibile, la valutazione può essere svolta anche successivamente all'accertamento della natura privilegiata dell'informazione, purché nel “più breve tempo possibile”⁴⁸¹. Da ultimo, la Consob suggerisce di predisporre una bozza di comunicato stampa e di mantenerla disponibile per il caso in cui siano venuti meno i presupposti di mantenimento del ritardo, e l'informazione debba essere comunicata tempestivamente⁴⁸².

L'implementazione nella prassi societaria delle già menzionate *guidelines*, soprattutto per quanto concerne il delicato istituto del ritardo, potrà costituire in futuro un momento utile ad effettuare una valutazione più ampia, che ricomprenda l'intero impianto procedurale, organizzativo ed informatico che le società dovranno adottare per applicare la MAR.

Per quanto concerne la portata precettiva, è la stessa Consob a precisare che la mancata adozione dei *framework* proposti all'interno delle proprie linee guida non sia di per sé sanzionabile, e a non escludere la possibilità che l'emittente definisca criteri o rimedi organizzativi interni, anche non coincidenti con quelli esemplificati nelle medesime *guidelines*, purtuttavia sotto la propria responsabilità⁴⁸³. Rimane ferma, in ogni caso, l'indubbia importanza degli strumenti di *soft law* approntati dalle Autorità di controllo, che si pongono quali veri e propri *benchmark* di riferimento per adeguare determinate prassi diffuse presso i mercati finanziari, anche in ambiti quali i processi di *risk management* ed i controlli interni⁴⁸⁴.

7.1. Il significato del “ritardo”: selettività delle informazioni, comunicazioni ufficiali e timing.

In relazione alla fusione societaria è possibile osservare quanto segue. In primo luogo, le linee guida ESMA non tratteggiano alcun regime particolare applicabile ai processi prolungati e,

⁴⁸¹ CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 6.1.2.

⁴⁸² CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 6.7.2.

⁴⁸³ CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 1.3.3.

⁴⁸⁴ Sul punto, v. A. VENTURA, *Corporate governance: il trattamento delle informazioni privilegiate secondo le linee guida della Consob*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, 485 ss., in cui l'A. in particolare rileva come, anche in virtù del fatto di essere adottate a valle di un procedimento di consultazione che consente a tutti gli operatori di mercato di esprimere le proprie valutazioni, le linee guida delle Autorità di vigilanza contribuiscano «notevolmente e positivamente alla diffusione della cultura del controllo in ambiti che, in presenza di una regolamentazione, sarebbero altrimenti esposti ad *expectation gap*».

dunque, le indicazioni fornite in via generale risultano applicabili anche alle informazioni che riguardano una fusione (quale fattispecie a formazione progressiva) in corso di definizione. In tale circostanza, come esaminato (*supra*, paragrafo 4), le informazioni relative a una fusione sono suscettibili di acquisire carattere privilegiato ben prima che si giunga alla formale conclusione dell'*iter*. Si pensi, ad esempio, all'avvenuta approvazione del progetto da parte dei Consigli di amministrazione di due società quotate: si potrebbe ritenere che già questa circostanza possa pienamente rappresentare una informazione di carattere privilegiato relativa ai due soggetti coinvolti, pur nella consapevolezza che il procedimento di fusione in quanto tale è tutt'altro che concluso, ma, invero, solo agli albori.

Sulla base di quanto precede, e volendo assumere che sia nell'interesse di tutte le società coinvolte nella fusione ritardare quanto più possibile la comunicazione dell'informazione al mercato – se possibile, fino alla conclusione dell'operazione, benché tale aspettativa sia resa di per sé impossibile dai molti momenti di pubblicità imperativamente previsti dalla normativa applicabile, ma almeno fino alla chiusura delle trattative, immuni da variazioni e anomalie di mercato. Assumendo tutto ciò e sulla base di quanto chiarito dall'ESMA, è possibile concludere che il ritardo nella comunicazione di una tale informazione sarebbe consentito solo laddove l'informazione relativa all'avvio della procedura di fusione non si ponga in contrasto né smentisca precedenti comunicazioni (o comunque ogni tipo di indicazione pervenuta direttamente dalla società).

Si rammenta che, in merito, l'ESMA ha abbracciato una definizione estensiva rispetto a ciò che costituisce una “indicazione”, includendovi sicuramente i bilanci, le note integrative, le relazioni accompagnatorie degli amministratori, ma è ragionevole ritenere anche le *conference call* con gli analisti della società, le comunicazioni periodiche, le conferenze stampa ed ogni altra forma di comunicazione istituzionale dell'emittente⁴⁸⁵.

⁴⁸⁵ Si consideri al riguardo la prudenza comunque adottata dalle Autorità di vigilanza rispetto al ruolo che tali momenti di incontro svolgono nel contesto della disciplina market abuse. Ad esempio, a tutela del principio di parità informativa, si rinviengono disposizioni di dettaglio dettate in materia dalle Linee guida in oggetto. Nello specifico, si richiede che gli emittenti comunichino a Consob e a Borsa Italiana S.p.A., in via preventiva, la data il luogo e le tematiche oggetto dell'incontro, unitamente al materiale oggetto di discussione. Inoltre, si prevede che la partecipazione sia aperta anche agli organi di stampa economica. Ove ciò non sia possibile, gli emittenti devono provvedere alla pubblicazione di un comunicato stampa che illustri i principali argomenti trattato, provvedendo al relativo adempimento secondo le modalità dettate per il caso in cui il comunicato riguardi la pubblicazione di una informazione privilegiata (cfr. CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017, paragrafo 7.9). Cfr. in argomento L.A. BIANCHI,

Dunque, volendo riprendere il precedente esempio, se una delle società ora partecipanti al menzionato progetto di fusione ha in precedenza ufficialmente e formalmente escluso di pensare ad altre operazioni di fusione in futuro, ciò si pone in senso contrario rispetto all'aspettativa del mercato. Ne deriva che la possibilità di avvalersi del ritardo sia in questo caso preclusa e, una volta stabilito con ragionevole certezza che l'informazione relativa all'avvio di trattative per una fusione rispetta tutte le condizioni richieste dalla MAR per la qualificazione di informazione privilegiata, essa andrà comunicata senza indugio.

Tale informazione, che idealmente l'emittente vorrebbe precludere al mercato, almeno per qualche tempo, è potenzialmente fuorviante in quanto differente rispetto alla precedente dichiarazione pubblica dell'emittente in merito all'argomento.

Se una tale previsione sicuramente è nell'interesse dell'emittente, poiché fornisce un parametro di riferimento sufficientemente certo per stabilire se e in che misura ci si possa avvalere del ritardo per ritardare la comunicazione di un'informazione privilegiata, essa nondimeno nasconde una insidia: le linee guida MAR sembrano infatti suggerire che, per potersi avvalere con successo del ritardo, gli emittenti debbano aver evitato in passato di aver direttamente espresso un orientamento in merito all'operazione cui l'informazione che ora vogliono ritardare si riferisce.

E, dunque, tornando al contesto della fusione, l'ESMA sembrerebbe incentivare le società che potenzialmente desiderino impegnarsi in una crescita non per linee interne, ma attraverso una intensa attività di M&A, a non esprimersi in merito. Ciò consentirebbe in futuro, nel caso queste società mutassero direzione strategica o semplicemente opinione rispetto al proprio piano di crescita precedente, di non incorrere in comunicazioni indesiderate. Posto che una società non si espone su un dato aspetto, un eventuale ritardo sarebbe ammissibile, giacché non vi sarebbe alcuna precedente posizione pubblicamente assunta che verrebbe sovvertita.

Ovviamente, trattandosi di emittenti quotati, la strategia indirettamente suggerita dall'ESMA (quantomeno) di limitare le informazioni che si comunicano per non incorrere in future potenziali limitazioni all'uso del ritardo incontra significativi ostacoli. Fra tutti, si ricordino solo i molteplici obblighi di informazione a cui una società quotata è in quanto tale tenuta e ai quali non si può in alcun modo sottrarre, pena la violazione della normativa in materia e pressoché certa inflizione delle relative sanzioni. Rispetto a tali informazioni, la strategia della reticenza

C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, 237 s., spec. in materia dei incontri degli emittenti con operatori di mercato ed analisti finanziari.

non può così trovare applicazione. Al riguardo, si rilevi che la fusione rientra tra quelle operazioni straordinarie sottoposta, ai sensi dell'art. 70 del Regolamento Emittenti, ad un intenso regime informativo⁴⁸⁶. Ciò nondimeno, anche nel caso della fusione risulterebbero, al netto degli obblighi informativi dettati dalla legge, importanti spazi di manovra soprattutto per quanto concerne le fasi preliminari dell'intero processo e quelle attinenti alle trattative e alla redazione di un progetto di fusione condiviso da sottoporre poi all'approvazione dei rispettivi *board* delle società partecipanti alla fusione stessa. L'informazione relativa a questa fase del processo prolungato ha, di per sé, natura previsionale, in quanto fortemente orientata verso le scelte strategiche della società, di collocamento nella prospettiva futura dei mercati. Si tratta pertanto di una categoria di informazioni cui molti investitori guardano con interesse poiché, quando risulterebbero disponibili le informazioni la cui *disclosure* è imposta senza eccezioni (ad esempio, dall'art. 70 del Regolamento Emittenti) potrebbe essere troppo tardi per assumere decisioni delicate in merito all'investimento effettuato in quell'emittente⁴⁸⁷. Se quindi buona parte di questi dati previsionali di natura strategica sono forniti dagli emittenti su base volontaria⁴⁸⁸, le *guidelines* dell'Autorità di vigilanza potrebbero incentivare, se non un'aperta reticenza, per lo meno un grado maggiore di prudenza nel comunicare tale tipologia di informazioni.

⁴⁸⁶ Tale articolo è stato profondamente inciso dalla delibera Consob n. 18079 del 20 gennaio 2012, che ha concesso alle società con azioni quotate e che hanno richiesto l'ammissione alle quotazioni "la facoltà di decidere di non disporre e non pubblicare i documenti informativi previsti in caso di operazioni di fusione, scissione e aumento di capitale mediante conferimenti in natura" (art. 70, Regolamento Emittenti), e di acquisizione e cessione (art. 71, Regolamento Emittenti) (c.d. facoltà di "opt-out"). Per una accurata disamina v. L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, 239.

⁴⁸⁷ In argomento, M. VENTORUZZO, *Operazioni di fusione per incorporazione di una società per azioni non quotata in una società quotata ed esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. Martorano, V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 69 ss. spec. 70-73.

⁴⁸⁸ La questione è stata profondamente incisa dalla circoscritta riforma della disciplina delle comunicazioni di mercato conseguente alla promulgazione del d.lgs. 184/2012, che «ha avuto ad oggetto, in particolare, la materia dei c.d. *rumors*, della diffusione dei dati previsionali, e degli obiettivi (strategici) degli emittenti, dei rapporti tra esponenti degli emittenti ed analisti finanziari, nonché la materia degli obblighi informativi previsti dalla disciplina attuativa regolamentare», come rilevano L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, 223 e, nel dettaglio, 229 ss. Sulle modalità di individuazione dei dati previsionali, nella letteratura non domestica, per tutti J. RAHMAN *et al.*, *Factors Affecting the Accuracy of Analysts' Forecasts: a Review of the Literature*, in *Academy of Accounting and Financial Studies J.*, 2019, vol. 23, n. 3, 1 ss.; T.L. HAZEN, *Rumor Control and Disclosure of Merger Negotiations or Other Control-related Transactions: Full Disclosure or "No Comment"-the Only Safe Harbors*, *Maryland L. Rev.*, 1987, vol. 46, n. 4, 954 ss.

Su un piano diverso, è doveroso sottolineare come la comunità degli investitori (in particolare i grandi fondi) abbia storicamente dimostrato grande interesse nell'incentivare la trasparenza societaria⁴⁸⁹. Infatti, la valutazione del grado di dettaglio con cui una società comunica al mercato informazioni relative, ad esempio, ad operazioni che la stessa si appresta a compiere, deve essere contestualizzata nell'analisi compiuta sull'intero sistema di *governance* adottato dall'emittente. In tal senso, questi investitori detengono un *soft power* molto rilevante nel determinare l'intensità con cui un emittente è indotto a divulgare informazioni ad esso stesso relative⁴⁹⁰.

Ne consegue come una politica di informazione improntata a canoni di trasparenza ed immediatezza sia parte di una valutazione complessivamente positiva del governo societario dell'emittente, e quindi riduca *business* ed *investment risks* percepiti dal mercato⁴⁹¹.

⁴⁸⁹ M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento "short term": note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla "corporate governance"*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss. e, sul ruolo anche del *corporate financial reporting and transparency*, C.S. ARMSTRONG, W.R. GUAY, H. MEHRAN, J.P. WEBER, *The role of financial reporting and transparency in corporate governance*, in *Federal Reserve Bank of New York Economic Pol'y Rev.*, 2016, vol. 22, n. 1, 107 ss. (ove l'A. evidenzia il ruolo del *reporting* «in reducing governance-related agency conflicts between managers, directors, shareholders, and other stakeholders-most notably financial regulators-and suggest some avenues for future research. [...] The role of credible commitment to financial reporting transparency in facilitating informal multiperiod contracts among managers, directors, shareholders, and other stakeholders. Finally, they discuss the importance of regulatory supervision and oversight as a class of governance mechanisms that is particularly important for banks and financial institutions»). Cfr. anche L. E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, 2019, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3461924>.

⁴⁹⁰ V. J. CHEN, M. J. JUNG, *Activist hedge funds and firm disclosure*, in *Rev. Fin. Econ.*, 2016, vol. 29, 52 ss.; R. MARTIN, T. NISAR, *Activist investment: Institutional investor monitoring of portfolio companies*, in *Management Decision*, 2007, vol. 45, n. 5, 827 ss.

⁴⁹¹ In particolare, con ridotte percezioni sia di *default risk* sia di *credit risk* da parte della comunità degli investitori, P. SENGUPTA, *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, in *Accounting Rev.*, 1998, vol. 73, n. 4, 459 ss. «Evidence that firms with high disclosure quality ratings from financial analysts enjoy a lower effective interest cost of issuing debt is provided. This finding is consistent with the argument that a policy of timely and detailed disclosures reduces lenders' and underwriters' perception of default risk for the disclosing firm, reducing its cost of debt. The results also indicate that the relative importance of disclosures is greater in situations where there is greater market uncertainty about the firm as reflected by the variance of stock returns. Since debt financing is an important source of external financing for publicly traded firms, the results have important implications on the understanding of the motives and consequences of corporate disclosures»). Per un'ampia disamina, J. FORSSBÆCK, L. OXELHEIM, *The Oxford handbook of economic and institutional transparency*, Oxford University Press, Oxford, 2015, capitoli 17 e 24. Sul ruolo svolto in tale contesto dalle agenzie di rating, cfr. L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 713 ss.; F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa società*, 2010, 459 ss. nonché, per una prospettiva sulla responsabilità delle agenzie di rating nel contesto della

Da ultimo, in una prospettiva finanziaria, si consideri che l'ammontare di informazioni che una società comunica al mercato è in grado di incidere potenzialmente sul costo del capitale, sia nella forma di *equity* sia in quella di *debt*⁴⁹². Volendo adottare, per calcolare il costo del capitale, il c.d. *capital asset pricing model*, il grado di "trasparenza" della società, valutato anche in termini di predisposizione del *management* a comunicare con gli investitori e la comunità finanziaria, a dare prospettive certe sulla direzione che l'emittente prende o considera di prendere in relazione a scelte cruciali per il proprio posizionamento strategico, incide direttamente sul fattore di moltiplicazione del rischio di mercato, che a propria volta costituisce uno dei componenti di calcolo per il ritorno richiesto dagli investitori in *equity*. Simili considerazioni sono tuttavia possibili anche qualora si considerasse un investitore potenzialmente intenzionato ad acquistare debito emesso dalla società. In tal caso, anzi, l'eventuale informazione di carattere preventivo relativa ad operazioni straordinarie potrebbe assumere carattere ancora più significativo, considerate le potenziali ricadute negative per i creditori qualora una società si fondesse con un altro attore dalla posizione finanziaria ben peggiore⁴⁹³.

Volendo prescindere dalle cautele comunque approntate all'interno del codice civile (tra cui la richiesta di approvazione degli obbligazionisti e tutela dei creditori) per ovviare ad una situazione in cui ogni tutela per il creditore o obbligazionista fosse assente, l'attivazione di tali meccanismi non è immediata, tutt'altro. Essa è caratterizzata da tempistiche inaccettabilmente dilatate per un investitore stabilmente inserito nelle dinamiche sempre più flessibili dei mercati odierni. Una scelta ben più semplice, quanto *disruptive*, verrebbe così rappresentata

propria attività, il lavoro monografico di C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Egea, Milano, 2018, 2 ss.

⁴⁹² Cfr. C. ROSE, *Impact of investor meetings/presentations on share prices, insider trading and securities regulation*, in *Int'l Rev. Law and Econ.*, 2003, vol. 23, n. 3, 227 ss.

⁴⁹³ Rispetto al *Capital Asset Pricing Model*, v., per tutti, E.F. FAMA, K.R. FRENCH, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, in *J. Econ. Perspectives*, 2004, vol. 18, n. 3, 25 ss.; R.F. BRUNER *et al.*, *Investing in Emerging Markets*, Research Foundation of AIMR, Charlottesville, VA, 2003. Per una disamina empirica della questione, benché applicata ad altro contesto geografico, R.D. BROOKS *et al.*, *Censoring and its impact on multivariate testing of the Capital Asset Pricing Model*, in *App. Fin. Econ.*, 2004, vol. 14, n. 6, 413 ss. «The primary objective of this paper is to assess the affect of data 'censoring' on asset pricing tests. This is achieved by modifying tests to incorporate a 'selectivity bias' correction factor in a Gibbons multivariate framework. The sample comprises daily Australian stock returns for 524 companies over the five-year period 1995 to 1999. First, it is found that the use of a 'selectivity bias' correction factor is generally justified in stocks with a degree of censoring at about 50% or above. This represents approximately 52% of the sample. Second, despite the first finding no evidence is found supporting the need for such a correction in asset pricing tests – the degree of support for the CAPM is not materially affected»).

semplicemente dal negare le proprie risorse ad una società in cerca di investimenti che tuttavia si dimostri reticente o opaca nel trasmettere informazioni fondamentali tra le quali rientra, senza dubbio, la comunicazione di informazioni relative all'operazione di fusione.

Ne consegue, in sintesi, che la scelta di avvalersi del ritardo minimizzando di converso le informazioni che si comunicano volontariamente al mercato comporta dei costi, se non immediati, comunque potenzialmente molto significativi per la società.

Inevitabilmente, come in tutte le scelte motivate da razionalità economica, la società opterà per una politica di maggiore *disclosure* laddove ritenga che questa abbia ricadute positive in termini reputazionali sul mercato o di maggiore predisposizione dei propri investitori. Al contempo, ove i benefici di una *disclosure* ridotta superino gli eventuali svantaggi o costi, un emittente che già in passato ha limitato le informazioni comunicate al mercato ragionevolmente sceglierà di proseguire su tale cammino.

7.2. Il significato del “ritardo” nell’operazione di fusione.

Giunti a questo punto della presente trattazione, occorre chiedersi il ruolo che l’informazione possa svolgere nel contesto delle operazioni di fusione, unitamente ai caratteri e alle conseguenze dei limiti alla loro circolazione e utilizzo in tale specifico contesto⁴⁹⁴.

Inevitabilmente, l’indagine dovrà prendere le mosse dai vincoli applicabili alla condivisione di dati relativi agli emittenti che contemplino una *combination*, tema che riguarda con alta frequenza anche le operazioni di acquisizione e le offerte pubbliche di acquisto non ostili⁴⁹⁵. Tradizionalmente, l’accesso alle informazioni e ai dati necessari per valutare una potenziale fusione o acquisizione avviene nel contesto di una c.d. *due diligence*, sempre più spesso in tempi moderni svolta tramite l’ausilio di una *virtual data room*, la quale è collegata ad una serie di

⁴⁹⁴ Le operazioni di fusione tra quotate possono caratterizzarsi sia per emergere come *mergers of equals* sia per presentare una società che si prevede di fondere all’interno della società risultante dalla fusione stessa (quest’ultima, nella maggioranza dei casi, si staglierebbe come “acquirente”, nel senso che la propria compagine sociale risulta maggioritaria, negli assetti post-fusione, rispetto alla compagine della società fusa). Per una disamina di una *timeline standard* di tale tipo di operazione, v. K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Insidergeschäfte und Ad-boc-Publizität bei M&A: Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2017, vol. 46, n. 6, 756 ss., a 770-772.

⁴⁹⁵ Un accesso legittimo alle informazioni privilegiate che riguardino un emittente deve presupporre un consenso o collaborazione del medesimo.

credenziali di accesso elettroniche concesse a soggetti preselezionati dalle società che contemplino la fusione⁴⁹⁶. Le precauzioni relative alle limitazioni di accesso alla *data room* sono previste poiché spesso i dati collocati su tali piattaforme non sono disponibili al pubblico. Tale forma di condivisione, se, da un lato, rende l'intero processo di valutazione e decisione in ordine all'eventuale compimento dell'operazione più agevole ed efficiente, dall'altro lato, pone il concreto rischio di trasformarsi in un veicolo per la trasmissione di informazioni privilegiate⁴⁹⁷. Al riguardo, lungi dall'inserirsi in tali delicate dinamiche con un approccio improntato ad eccessiva rigidità, la MAR cerca invece di facilitare la circolazione di tali informazioni. In particolare, si esclude espressamente che sussista una fattispecie di abuso di informazioni privilegiate qualora un soggetto che ne sia in possesso le abbia ottenute «nel corso di un'offerta pubblica di acquisto o di una fusione» (art. 9(4) MAR)⁴⁹⁸. Presupposto per l'applicazione della norma è così anche la circostanza che le informazioni ricevute vengano utilizzate esclusivamente nel contesto che ne ha, in primo luogo, giustificato la trasmissione: così, non sarà possibile utilizzare tali informazioni per altra ragione che non sia il prosieguo delle trattative o dei preparativi concernenti la finalizzazione della contemplata operazione di fusione⁴⁹⁹. L'applicazione dell'art. 9(4) è dunque limitata ad ipotesi nelle quali l'informazione privilegiata sia stata trasmessa (e ottenuta) “nel corso” di una fusione; al riguardo, si è detto che tale locuzione può essere interpretata nel senso che l'informazione sia stata veicolata, innanzitutto,

⁴⁹⁶ Per una approfondita disamina, pur relativa al previgente quadro normativo, delle tematiche informative che caratterizzano le operazioni di M&A, v. A. MUNARI, M. CHIAIA, *Trasferimento di partecipazione azionaria rilevante ed obblighi di informazione al pubblico in relazione alla normativa sull'insider trading*, *Giur. comm.*, 1993, I, 625; G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, 281 ss.

⁴⁹⁷ Sul punto, v. l'approfondita analisi di P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva Market Abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 338 ss.

⁴⁹⁸ In argomento, cfr. C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 7 ss., 51; A. LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015, 18 ss. La formulazione dell'articolo in oggetto presenta inoltre notevoli similitudini con quella del considerando 29 della MAD, ove si legge che «l'accesso a informazioni privilegiate relative a un'altra società e l'utilizzazione di queste nel contesto di un'offerta pubblica di acquisto, ai fini di ottenere il controllo di detta società o di proporre una fusione con essa, non dovrebbe essere considerato in sé un abuso di informazioni privilegiate».

⁴⁹⁹ K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A: Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2017, vol. 46, n. 6, 756 ss., a 785.

nel contesto di una attività di *due diligence*. Ne conseguirebbe che non potrebbe ritenersi coperto dall'ambito di tale disposizione il caso nel quale l'informazione relativa ad una o tutte le società emittenti partecipanti alla fusione sia stata ottenuta tramite altre modalità, ad esempio da soggetti terzi non coinvolti ad alcun titolo del procedimento di aggregazione⁵⁰⁰.

Tuttavia, è necessario che l'informazione privilegiata sia trasmessa lecitamente nel contesto della fusione. Così, non può ritenersi sufficiente che sia stata trasmessa da un soggetto a qualsiasi titolo coinvolto nel processo, qualora questi non fosse autorizzato o comunque non investito della facoltà di comunicarla, anche se ad altri soggetti anch'essi coinvolti nell'operazione.⁵⁰¹

Quale ulteriore condizione posta dall'art. 9(4), questa volta in contrapposizione con quanto rinvenibile nel considerando 29 della previgente MAD, si richiede che «al momento dell'approvazione della fusione o dell'accettazione dell'offerta da parte degli azionisti della società in questione tutte le informazioni privilegiate siano state rese pubbliche o abbiano comunque cessato di costituire informazioni privilegiate». La *ratio* di questa disposizione si pone probabilmente nell'ottica di un rafforzamento del dovere di comunicazione al mercato anziché nella direzione di qualificare ulteriormente il divieto di *insider dealing*⁵⁰². Difatti, il tenore letterale sembra suggerire l'intenzione del legislatore comunitario di garantire che non si sia verificato alcun abuso dell'informazione privilegiata stessa. Tale obiettivo verrebbe raggiunto mediante l'indicazione che, qualora l'informazione privilegiata sia stata divulgata (al più tardi) al momento di approvazione della fusione⁵⁰³, allora le società partecipanti alla fusione non potranno incorrere nella fattispecie di abuso di informazione privilegiata codificata dall'art. 8(1) MAR, per quanto riguarda il loro possesso dell'informazione stessa.

Se infatti l'informazione privilegiata appresa nel corso di un procedimento di fusione venisse comunicata al mercato in tempo utile per consentire ai soci di assumere le proprie

⁵⁰⁰ In questo senso, J.L. HANSEN, *Article 9: Legitimate behaviour*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 269.

⁵⁰¹ Si pensi, a titolo esemplificativo, al caso in cui filtri sul mercato una indiscrezione rispetto al compimento di una operazione di fusione che sia stata messa in circolazione da parte dei consulenti finanziari di una delle società coinvolte.

⁵⁰² Così J.L. HANSEN, *Article 9: Legitimate behaviour*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 270 s.

⁵⁰³ Per quanto riguarda l'ordinamento italiano, la norma deve essere letta come riferimento all'art. 2502 c.c., relativo all'approvazione assembleare del progetto di fusione.

determinazioni in sede assembleare, sarebbe allora più agevole per un analista terzo valutare se il progetto di fusione e, nello specifico, il rapporto di cambio, tengano conto di tale informazione privilegiata, nell'ottica di stabilire la buona fede delle società partecipanti alla fusione⁵⁰⁴.

Nell'ipotesi in cui ciò non avvenisse, non si potrebbe però inferire dalla mancata comunicazione dell'informazione privilegiata *ex art. 9(4) MAR* una automatica configurabilità di abuso *ex art. 8(1) MAR*. Al riguardo, non si dubita che tale mancata comunicazione potrebbe far sorgere la presunzione che si sia verificato un indebito vantaggio dell'informazione privilegiata stessa da parte delle società emittenti partecipanti alla fusione. Tuttavia, qualora le medesime società siano in grado di dimostrare che il rapporto di cambio (quale "prezzo della fusione") già rifletteva in misura ragionevole l'insieme di informazioni privilegiate dalle stesse scambiate e comunque di cui entrambe erano entrate in possesso nella fase di trattative, allora la menzionata presunzione verrebbe disattesa, e il comportamento delle stesse potrebbe andare esente da sanzioni, pur in assenza di un formale adempimento di quanto prescritto dall'*art. 9(4) MAR*⁵⁰⁵.

Un cenno a parte merita l'ipotesi nella quale, pur in possesso di informazioni privilegiate astrattamente soggette alle previsioni dell'*art. 9(4) MAR*, le società partecipanti alla fusione non possano procedere alla comunicazione in forza delle previsioni di un accordo di riservatezza tra le stesse stipulato prima di avviare l'attività di *due diligence*. Il medesimo caso può verificarsi

⁵⁰⁴ Al riguardo, vi è comunque da considerare che l'insieme di obblighi informativi approntati dal codice civile (tra cui un ruolo fondamentale verrebbe svolto dal progetto *ex art. 2501-ter c.c.*, dalla situazione patrimoniale *ex art. 2501-quater c.c.* e la relazione rispettivamente degli amministratori e dell'esperto *ex art. 2501-quinquies c.c.* e *2501-sexies c.c.*) nonché l'obbligo di procedere al deposito della documentazione connessa a tali obblighi nei trenta giorni precedenti la decisione sulla fusione *ex art. 2501-septies c.c.*, già configurano dei penetranti adempimenti informativi in capo alle società partecipanti alla fusione. Ne consegue, che per le società quotate la disposizione adottata in sede MAR si pone come una sorta di norma "*of last resort*" che, anche qualora l'emittente abbia proceduto pedissequamente a rispettare gli adempimenti pubblicitari ed informativi previsti dal codice civile, configura comunque la necessità che tutte le informazioni privilegiate apprese nel contesto della fusione risultino già comunicate al momento di approvare l'operazione. Potrebbe difatti essere possibile che alcune informazioni, pur privilegiate, non emergano chiaramente dall'insieme di documentazione informativa predisposta dalla società e oggetto di deposito prima dell'assemblea. La disposizione adottata in sede comunitaria si porrebbe così in un'ottica sostanzialistica, garantendo che, al di là degli adempimenti di carattere formale comunque imposti alla società, la stessa proceda alla comunicazione di ogni informazione privilegiata, pena l'applicazione dell'*art. 8(1) MAR* e delle gravi sanzioni ad esso connesse.

⁵⁰⁵ In questo stesso senso, v. J.L. HANSEN, *Article 9: Legitimate behaviour*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Venturuzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 271.

qualora la società, pur in assenza di un *confidentiality agreement*, non proceda a comunicare l'informazione poiché intende avvalersi dell'istituto del ritardo, previsto dall'art. 17 MAR. In questa ipotesi, un eventuale conflitto tra gli artt. 9(4) e 17 MAR andrebbe risolto nel senso della prevalenza di quest'ultimo che, in quanto disposizione speciale, prevarrebbe sulla prima norma, di carattere generale⁵⁰⁶.

Volgendo lo sguardo alle ulteriori previsioni contemplate dall'art. 9 MAR, risulta rilevante soffermarsi sul paragrafo 5, ai sensi del quale si può ritenere che la decisione di intraprendere una fusione, pur potenzialmente qualificandosi quale informazione privilegiata, non ne costituisce di per sé utilizzo. Anche per quanto concerne i flussi informativi tra società emittenti che stiano considerando l'operazione di fusione e i rispettivi consulenti, si può ritenere che gli stessi non si pongano in contrasto con la disciplina MAR (e, in particolare con l'art. 14, lett. c), dettato in materia di comunicazione illecita), poiché in conformità con l'art. 10 MAR, che consente la comunicazione qualora questa avvenga «durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione»⁵⁰⁷.

⁵⁰⁶ Sul punto, si vedano le opinioni dottrinali secondo le quali è anche possibile che l'art. 9(4) MAR non stabilisca dopotutto alcun obbligo di comunicazione di informazioni privilegiate. L'opinione si fonda sulla parte di norma ove si legge che si debba procedere alla comunicazione a meno che le informazioni in parola non abbiano “cessato di costituire informazioni privilegiate”. È stato così sostenuto come, laddove le società partecipanti alla fusione abbiano strutturato il progetto ed il rapporto di cambio di modo da riflettere pienamente le informazioni privilegiate di cui siano entrati in possesso, allora già tramite la messa a disposizione del pubblico del progetto di fusione o dell'offerta di acquisto in caso di acquisizione rappresenterebbe il momento in cui l'informazione cesserebbe di costituire una informazione privilegiata (J.L. HANSEN, *Article 9: Legitimate behaviour*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 270 ss.).

⁵⁰⁷ Rientrerebbero così nell'ambito di esclusione dalla fattispecie di comunicazione illecita eventuali relazioni degli amministratori incaricati di seguire le trattative concernenti la fusione al *plenum* del consiglio o, qualora si adotti il sistema dualistico, aggiornamenti da parte del consiglio di gestione al consiglio di sorveglianza dell'emittente (K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A: Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2017, vol. 46, n. 6, 756 ss., a 807). Osserva come la nozione di “normale esercizio” debba essere intesa con “grande cautela” F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, 438. L'A. evidenzia in particolare come la comunicazione dell'informazione debba in realtà essere “necessaria” nel contesto dell'attività professionale o nel contesto dell'esercizio della funzione, e dunque non “semplicemente utile o opportuna”. In argomento, cfr. altresì ID., *Sulla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate (nota a Corte Giust. CE, 22 novembre 2005)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 108 ss.

Ad ogni modo, la decisione assunta dal *board* dell'emittente di intraprendere alla fusione ed addivenire così all'approvazione del relativo progetto⁵⁰⁸ e, eventualmente, anche di un contratto quadro stipulato con la controparte, in cui si cristallizzino i reciproci obblighi di svolgere tutto quanto necessario per conseguire il completamento dell'operazione, rappresenta certamente una informazione di carattere privilegiato⁵⁰⁹. Inoltre, nella misura in cui l'esame del progetto di fusione da parte degli esperti⁵¹⁰ sia svolto prima della pubblicazione del medesimo, *ex art.* 92 della direttiva 2017/1132/UE del Parlamento Europeo e del Consiglio del 14 giugno 2017, in vigore dal 20 luglio 2017, è ragionevole ritenere che i flussi informativi intercorsi tra gli emittenti e tali esperti (necessari per lo svolgimento del loro esame e la redazione del relativo parere) rientrino nella copertura fornita dall'art. 10 MAR.

8. La disciplina dei sondaggi di mercato nell'ambito della MAR. La presunzione di insussistenza di comunicazione illecita di informazioni privilegiate e la procedura semplificata.

Nel contesto della disciplina MAR indubbio rilievo hanno assunto anche i c.d. sondaggi di mercato⁵¹¹, sui quali preme ora soffermarsi, con particolare riguardo per le operazioni di fusione che coinvolgono una società quotata.

⁵⁰⁸ Obbligo peraltro ribadito, oltre che dall'art. 2501-*ter* del Codice Civile, anche in sede comunitaria dall'art. 91 della direttiva 1132/2017.

⁵⁰⁹ Al riguardo, v. K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A: Unternehmenskäufe und Übernahmangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2017, vol. 46, n. 6, 756 ss., a 813.

⁵¹⁰ Tale elemento è richiesto dall'art. 96 della direttiva comunitaria su aspetti di diritto societario (n. 1132/2017), ed è sostanzialmente coincidente con il requisito stabilito nel nostro ordinamento dall'art. 2501-*sexies* c.c. Per un commento, al riguardo, cfr. E. STABILE, *Brevissime note sulla Direttiva 2017/1132/UE nella codificazione del diritto societario europeo*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 1291 ss.

⁵¹¹ Per un primo commento, v. S. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, 159 ss. Cfr. C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, Giuffrè, Milano, 2020, 191. L'A. sottolinea come un regime comunitario di *mandatory disclosure* non elimini, di per sé, «l'interesse di alcuni soggetti a parlare con i vertici della società per ottenere la loro visione approfondita, critica, analitica dell'andamento della gestione. Da questo punto di vista, la disclosure delle informazioni finanziarie e, over effettuata, di piani e previsioni, legittima discussioni private sulle materie e sulle informazioni di dominio pubblico».

Si tratta di un aspetto di sicuro interesse perché proprio i sondaggi di mercato costituiscono una delle innovazioni più significative della nuova disciplina sugli abusi di mercato e, conseguentemente, occorre tratteggiarne le principali caratteristiche. Nell'economia del presente lavoro importa così focalizzarsi sull'ambito di applicazione del *market sounding*, peraltro oggetto di attenzione in sede di revisione della disciplina MAR nel senso di una più precisa individuazione dei requisiti di *disclosure*⁵¹², all'attività di un socio che dialoga con altri investitori con l'intenzione di individuare una o più controparti cui cedere la propria partecipazione o di acconsentire al perfezionamento di una possibile operazione societaria⁵¹³.

La fattispecie viene delineata nei *considerando* 32-36 MAR, che li definiscono quali «interazioni tra un venditore di strumenti finanziari e uno o più investitori potenziali che hanno luogo prima dell'annuncio di un'operazione, al fine di determinare l'interesse degli investitori potenziali in una possibile operazione», costituendo «uno strumento di grande importanza per valutare il parere dei potenziali investitori». Al contempo, anche in sede definitoria, il *considerando* 32 pare ambiguo laddove ne riconosce l'utilità soprattutto «quando i mercati non suscitano fiducia,

⁵¹² ESMA, *MAR Review report*, ESMA70-156-2391, 23 settembre 2020, spec. 73 ss.

⁵¹³ Sulla prassi consolidate di dialogo tra emittenti e investitori istituzionali/soci funzionali a «sondare il loro interesse in relazione a specifiche operazioni», già G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 393 ss., spec. paragrafi 5 e 6, a 407, il quale richiama l'Allegato 3A del Regolamento Emittenti Consob e il suo riconoscimento «[del]l'eventualità di dialoghi tra emittenti e soci funzionali a sondare l'interesse di questi ultimi per il preventivato aumento di capitale» (o, comunque, all'operazione in discorso) e C. MOSCA, *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2018, vol. 15, n. 4, 805 ss. (spec. paragrafo 2 e 2.4 ove l'A. si interroga sulle “*permissible instances of communication*” agli azionisti, con particolare attenzione per informazione finanziaria e previsioni future). Il rilievo nella prassi della disciplina in discorso è peraltro chiaro alla luce dei casi esaminati in G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 393 ss., a 408 e in G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 97 ss., a 113 s. Nella letteratura straniera, H. SØNDERGAARD BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, vol. 11, n. 2, 214 ss. (ove l'A. sottolinea il rilievo delle proposte della Commissione europea «to encourage institutional investors to engage more actively in corporate oversight through the mandatory disclosure of their voting and engagement policies and their voting records» e discute «the challenges that a scheme of mandatory reporting would have to overcome if it is to achieve better shareholder engagement», nonché valuta «the extent of the duties of institutional shareholders, including whether they are obliged to exercise their voting rights»). Cfr. anche J. HOLLAND, *Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency*, in *J. Business Finance & Accounting*, 1998, vol. 25, n. 1-2, 29 ss. Nella dottrina nazionale, v. M. ALLEGRINI, G. GRECO, *Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies*, in *J. Management & Governance*, 2011, vol. 17, n. 1, 187 ss.

sono privi di indici di riferimento (*benchmark*s) pertinenti o sono volatili. Pertanto, la capacità di svolgere sondaggi di mercato è importante per il corretto funzionamento dei mercati di capitale e tali sondaggi non dovrebbero essere considerati abusi di mercato».

Le indicazioni operative vengono invece enunciate nel *considerando* 35 MAR, che precisa come nei casi in cui un sondaggio di mercato implica la comunicazione di informazioni privilegiate, si dovrà considerare che il partecipante al mercato che le comunica stia agendo nell'esercizio normale dell'attività lavorativa, professionale o dei suoi compiti quando, al momento della comunicazione, informi la persona destinataria delle informazioni del fatto che possono esserle fornite informazioni privilegiate, e ne riceve il consenso. «Non si dovrebbe presupporre che i partecipanti al mercato che non rispettano il presente regolamento nello svolgimento di un sondaggio di mercato abbiano comunicato illecitamente informazioni privilegiate, ma non dovrebbero poter usufruire dell'esenzione concessa a quanti hanno rispettato tali disposizioni». La procedura e la finalità dell'istituto non sono però chiaramente delineate dai *recitals* appena richiamati. Infatti, le disposizioni successive chiariscono come il meccanismo consenta al *Beneficiary Market Participant* (BMP) – sia nel caso in cui coincida sia nel caso in cui ciò non accada – con il *Disclosing Market Participant* (DMP) di trasmettere informazioni potendo contare sull'esenzione dall'applicazione delle sanzioni previste in caso di comunicazione illecita delle informazioni privilegiate (art. 10 MAR)⁵¹⁴. I sondaggi, nella prassi, come nota l'ESMA, hanno però ad oggetto una serie di informazioni, dalla non trascurabile dimensione, e dunque la loro *execution* non è immediata, non ha luogo nell'arco della media giornata di negoziazione e non produce immediatamente un effetto significativo sul prezzo dello strumento finanziario⁵¹⁵. Dunque, le indagini di mercato relative a (e condotte prima di intraprendere) un *block trade* (da

⁵¹⁴ Il market sounding non richiede necessariamente la presenza di un intermediario: «*[f]or the purposes of this paper the term DMP should encompass any person listed in Article 11(1) and 11(2) of MAR, while the term “market sounding beneficiary” (“MSB”) should identify the entity on behalf or on the account of which the market sounding activity is conducted, noting that the MSB and the DMP may coincide*» (ESMA, *Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455)*, 28 settembre 2015, 21, paragrafo 64). L'intermediario effettua un market sounding per conto dell'emittente, in qualità di DMP, su indicazione dell'emittente stesso anche se in mancanza di un'investitura o incarico formale. Al contrario, un intermediario, non effettua un market sounding se sente gli investitori nella prospettiva di portare successivamente, all'esito delle opinioni e dell'interesse degli investitori, una proposta sul tavolo dell'emittente.

⁵¹⁵ ESMA, *Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455)*, 28 settembre 2015, a 22, paragrafo 69.

intendersi nel senso con cui l'ESMA ha utilizzato l'espressione nel medesimo documento⁵¹⁶), in cui il DMP agisce per conto di un offerente del mercato secondario, rientreranno nell'ambito di applicazione dell'art. 11 MAR.

Al contempo, il *market sounding* permette di regolare i dialoghi tra emittente e investitori ma anche tra investitori.

In presenza di informazioni privilegiate – o che diventano tali all'esito del *market sounding* – il meccanismo consente l'operatività di una presunzione relativa rispetto al fatto che la comunicazione sia avvenuta durante il normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione. La comunicazione a terzi delle informazioni privilegiate continua però ad essere disciplinata dalla clausola generale dell'art. 11 MAR, quindi non è escluso che in assenza delle procedure di *market sounding* non venga comunque effettuata alcuna illecita comunicazione di informazioni privilegiate.

La procedura può comunque essere semplificata *ex art.* 11, paragrafo 4, MAR, disposizione che limita la comunicazione di informazioni privilegiate effettuata nel corso di un sondaggio di mercato secondo la procedura ordinaria, qualora avvenga nel normale esercizio di una professione o di una funzione qualora il partecipante al mercato (DMF) che comunica le informazioni rispetti i paragrafi 3 e 5 del medesimo articolo⁵¹⁷.

⁵¹⁶ ESMA, *Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455)*, 28 settembre 2015, a 22, nota 4 («Please note that the term „block trade” is not being used as a technical defined term») e paragrafo 67 («Undertaking a block trade can be compared to (and may amount to) a placing. Critically, as these involve very large blocks of instruments being offered at a discount to the prevailing market price, it may be necessary to sound out potential investors with inside information before proceeding with the block trade itself. Inside information (e.g. the volume and price of the trade, and where the communication is conducted on a “names” basis, the identity of the seller) is passed on to potential investors»). Per un più generale quadro inserito nell'ambito finanziario, v. L. HARRIS, *Trading and Exchanges: Market Microstructure for practitioners*, Oxford University Press, New York, 2003, 322 ss. e J.M. BARTOS, J. BARTOS, *United States Securities Law: A Practical Guide*, Kluwer Law International B.V., Londra-New York, 2006, a 92, paragrafo 2.6.2.

⁵¹⁷ C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss., a 63 e G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 393 ss., a 409 ss. Nella letteratura straniera, S.J. CHOI, *Selective Disclosures in the Public Capital Markets*, in *U.C. Davis L. Rev.*, 2002, vol. 35, n. 3, 533 ss. («Publicly-traded corporations contain a wealth of non-public material information. Insider trading prohibitions limit the ability of corporate insiders to profit from this information advantage through trades in their own corporations' securities. Some may view the SEC's recently promulgated Regulation FD, which limits the ability of firms to confer on outsiders a similar inside information advantage through selective disclosures, as complementary to restrictions on insider trading. The employment of selective disclosures to favour outside investors and analysts, nonetheless, may provide a number of benefits to all shareholders of a corporation. Selective disclosures, for example, may help subsidize analysts that otherwise may not cover the disclosing firm. Selective

Per usufruire del *market sounding* in termini di tutela del soggetto che lo effettua non è inoltre necessario porre in essere le prescrizioni ESMA riguardanti il comportamento del *Receiving Market Participant* (o BMP) o applicare il paragrafo 5 dell'art. 11 MAR relativo al *cleansing*, cioè alla comunicazione del fatto che le informazioni non sono più privilegiate.

In altri termini, il nuovo sistema di *market sounding* ammette ora la comunicazione di informazioni a uno o più potenziali investitori al fine di valutarne l'interesse per una possibile operazione e le relative condizioni, anteriormente all'annuncio di un'operazione⁵¹⁸. Benché di recente introduzione, i sondaggi di mercato non sorprendono per il loro grado di innovazione – stante la vicinanza alla prassi, che già conosceva da tempo il c.d. *wall crossing*, ossia la condivisione da parte degli emittenti di informazioni privilegiate con terzi, a propria volta a conoscenza della questione e che accettano di mantenere la riservatezza e di astenersi dall'effettuare operazioni sulla base delle informazioni ricevute. Ciò consentiva all'emittente tanto di valutare l'interesse delle parti alla realizzazione della specifica operazione, quanto di tenere l'informazione riservata al pubblico per effetto di un *non disclosure agreement*⁵¹⁹.

Il Regolamento (UE) n. 596/2014 realizza di fatto il medesimo risultato con la previsione dei sondaggi di mercato all'art. 11⁵²⁰: da un lato, esso conferma l'attenzione del legislatore nei riguardi dei processi di *selective disclosure* nella comunicazione di informazioni privilegiate all'esterno, mentre, dall'altro, costituisce un «punto di equilibrio nel bilanciamento tra esigenze

disclosures also may provide firms a low-cost and flexible means of conveying even confidential information indirectly into the capital markets.»). In argomento, cfr. altresì C. MOSCA, *Direct-Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *European Company and Financial Law Review*, vol 15, 2018, 818 ss.; M. BENG TZEN, *Private Investor Meetings in Private Firms: The Case for Increasing Transparency*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 33 ss.

⁵¹⁸ Pur in assenza di una definizione, gli elementi che concorrono ad individuare un “sondaggio di mercato”, qui individuati, sono precisati all'art. 11 MAR. Costituisce una guida alle varie interpretazioni attribuibili alla nozione; CESR, *Market Abuse Directive Level 3 - second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* (CESR/06-562b), 2007.

⁵¹⁹ L'art. 6, co. 3, della Direttiva 2003/6/CE precisa che le disposizioni di cui al primo comma «non si applicano qualora la persona che riceve l'informazione sia soggetta ad un obbligo di riservatezza, sia esso legale, regolamentare, statutario o contrattuale».

⁵²⁰ Nello stesso senso, sono stati emanati anche altri provvedimenti – sempre di portata europeistica: il Regolamento di esecuzione (UE) 959/2016 e il Regolamento delegato (UE) 960/2016, nonché il *Final Report* ESMA (ESMA/2015/1455) e gli Orientamenti ESMA relativi al Regolamento sugli abusi di mercato (ESMA/2016/1477 IT).

di repressione e principio di presunzione dell'innocenza»⁵²¹. Il loro ruolo è di primo piano anche guardando alla funzione che assolvono quando i mercati non suscitano fiducia, non presentano *benchmark* pertinenti, o sono volatili (considerando 32 MAR).

Ma non si tratta di una previsione isolata nell'intenzione che si prefigge di compiere. Questo “canale” di trasmissione rappresentato dalla procedura del *market sounding*⁵²² rientra tanto nelle normali modalità di dialogo con gli investitori⁵²³ quanto nelle ipotesi di esenzione in via presuntiva dall'obbligo di *disclosure* che il legislatore europeo altresì prevede (sinanco più forti nella loro portata esimente) (art. 9 MAR): *safe harbour*, per cui vale l'esonero per tutti gli agenti interessati dai divieti di abuso di informazioni, illecita comunicazione e manipolazione, e pratiche ammesse, cui non si applica il divieto di manipolazione del mercato. Si accennava, ma è il caso di precisarlo, come le ipotesi appena richiamate abbiano una portata ben maggiore di quella dei sondaggi di mercato, il cui pregio è quello di proteggere soltanto i soggetti (siano essi emittenti o terzi che agiscono in nome o per conto dell'emittente) che effettuano la

⁵²¹ P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, in *Dirittobancario.it*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it, paragrafo 1 e nota 4.

⁵²² C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss., a 63.

⁵²³ C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss., a 58 e nota 96, ove l'A. rinvia a F.M. MUCCIARELLI – S. LOMBARDO, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, 3 agosto 2017, consultabile all'indirizzo <http://ecgi.global/working-paper/market-soundings-interaction-between-securities-regulation-and-company-law-united>, 22 (da cui si cita). Per una analisi delle norme tecniche di regolamentazione e delle le tecniche di attuazione sui sondaggi di mercato, v, rispettivamente Regolamento delegato (UE) 2019/960 della Commissione del 17 maggio 2016 e Regolamento di esecuzione (UE) 2016/959 della Commissione del 17 maggio 2016. A questa “complessa architettura” – come evidenzia C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, a 62 e nota 101 – si aggiungono gli Orientamenti dell'Autorità di vigilanza (ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR) - persone che ricevono i sondaggi di mercato (ESMA/2016/1477)*, 10 novembre 2016). In argomento, cfr. altresì S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Giuffrè, Milano, 2022.

comunicazione⁵²⁴, rimanendo invece coloro i quali ricevono la notizia privilegiata (*beneficiaries*⁵²⁵) esposti al rischio di illecito.

L'applicazione della disposizione non è però immediata e cristallina sin dalle prime battute.

La formulazione della norma prevede che l'oggetto del sondaggio sia rappresentato da qualsiasi tipo di informazione, ma le caratteristiche concrete debbono essere in ogni caso esaminate e valutate caso per caso, onde evitare di comprendere nella nozione anche informazioni privilegiate e circostanze che non riguardano operazioni di mercato (ad esempio, la variazione dei membri degli organi di una società) o di escludere operazioni che sicuramente rientrano nell'ambito di applicazione della disposizione (quali fusioni, cessioni di ramo d'azienda, emissioni di titoli di debito, *warrant*, o altri strumenti finanziari⁵²⁶)⁵²⁷.

⁵²⁴ Il riferimento è alla comunicazione di informazioni privilegiate effettuata nel normale esercizio di un'occupazione, di una professione o di una funzione (art. 11, comma 4). Si tratta, se osserviamo questo aspetto, di una esemplificazione legislativa della più ampia esenzione prevista all'art. 17(8) in materia di *selective disclosure*, che si differenzia dalla stessa in quanto il sondaggio di mercato costituisce ipotesi di esenzione dalla fattispecie di comunicazione illecita di informazioni privilegiate qualora siano rispettate le condizioni inerenti all'esame dell'informazione e alla registrazione, che si trovano entrambe nella fase antecedente quanto in quella successiva l'effettuazione del sondaggio (ai sensi dell'art. 11, comma 3, infatti, il *disclosing market participant* deve esaminare l'eventuale informazione privilegiata, ove la ritenga tale, e iscriverla nel registro). Successivamente, egli è tenuto ad ottenere il consenso dei *market sounding recipients* a ricevere le informazioni privilegiate e ad informarli del divieto di utilizzare e di divulgare le informazioni privilegiate trasmessegli nel contesto *de quo* (art. 11, comma quinto).

⁵²⁵ La loro individuazione è prevista dall'art. 11, comma 1, MAR, che ritiene tale ruolo possa essere ricoperto da "a) un emittente; b) un offerente sul mercato secondario di uno strumento finanziario, in quantità o valore tali da distinguere l'operazione dalle normali negoziazioni e da implicare un metodo di vendita basato sulla valutazione preliminare del potenziale interesse da parte dei potenziali investitori; c) un partecipante al mercato delle quote di emissioni; oppure d) un terzo che agisce in nome o per conto di una persona di cui alla lettera a), b) o c)". Per l'individuazione dei soggetti, v. P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, in *Dirittobancario.it*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/market-abuse/i-sondaggi-di-mercato-nella-disciplina-mar>, paragrafo 3, i quali concludono con la seguente osservazione: «gli offerenti sul mercato secondario poss[o]no essere identificati in tutti quei soggetti che intend[o]no vendere o acquistare titoli di un emittente quotato, in un certo ammontare e secondo certe modalità: e.g. in particolare, gli azionisti qualificati dell'emittente. Non sono infrequenti, infatti, le operazioni di dismissione di rilevanti pacchetti azionari poste in essere dagli azionisti di maggioranza di emittenti italiani».

⁵²⁶ In tal senso, CESR, *Level 3 – Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market* (CESR/06-562b), 2007, che precisa come rientrino nel perimetro della disciplina dei sondaggi di mercato: «operations involving the capital or the issue of debt securities or warrants to buy or subscribe securities; mergers, splits and spin-offs; purchase or disposal of equity interests or other major assets or branches of corporate activity; changes in control and control agreements».

⁵²⁷ Per ulteriori esempi: P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, in *Dirittobancario.it*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo <http://www.dirittobancario.it/approfondimenti/market-abuse/i-sondaggi-di-mercato-nella->

8.1. Le peculiarità del market sounding nel contesto dell'operazione di fusione.

Nel caso in cui si verifichi un'operazione di fusione (e, nello specifico, *ex art. 11, comma secondo, MAR*, un'operazione di fusione con una società quotata⁵²⁸), la disciplina sui sondaggi di mercato assume una portata persino maggiore, estendendosi a soggetti che non rientrerebbero invero tra i *disclosing market participant* quali destinatari (art. 23, comma terzo, MAR)⁵²⁹. Infatti, le informazioni privilegiate che nella fase preliminare dell'operazione vengono comunicate ai potenziali investitori possono condurre ad una variazione sui prezzi delle azioni, potendo altresì essere utilizzate da un investitore razionale⁵³⁰ per compiere investimenti.

disciplina-mar, paragrafo 3, ove gli AA. ricavano anche le informazioni non possono concernere fatti, eventi o circostanze estranei ad una operazione di mercato, ma debbono implicare, per caratteristiche, l'impiego di un metodo di esecuzione basato sulla valutazione preliminare dell'interesse degli investitori e consistere nella realizzazione di un investimento da parte degli interpellati.

⁵²⁸ La locuzione non è però preclara, quantomeno se ci si sofferma al dato letterale nella nostra lingua madre o a in lingua inglese («*disclosure of inside information by a person intending to make a takeover bid for the securities of a company or a merger with a company to parties entitled to the securities*»): si potrebbe intendere con tale espressione una fusione proposta nell'ambito di una offerta pubblica di acquisto o autonoma. Se però si utilizza la versione francese del documento («*la communication d'informations privilégiées par une personne ayant l'intention de faire une offre publique d'achat sur les titres d'une société ou de proposer une fusion avec une société, aux parties ayant des droits sur les titres*»), il riferimento alla fusione pare doversi intendere nel senso che l'operazione di fusione deve essere effettuata da una persona che ha l'intenzione di proporre agli aventi diritto ai titoli (ossia agli azionisti) una fusione con un emittente.

⁵²⁹ Ne evidenzia i profili di applicabilità alla fusione, C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss., a 62 e nota 103, ove l'A. evidenzia come rispetto all'operazione di fusione (e di OPA), «ai sensi dell'art. 11, comma 2, MAR, attivare la procedura di *market sounding* se la trasmissione delle informazioni privilegiate è necessaria per consentire ai destinatari “di formarsi un'opinione sulla propria disponibilità a offrire i propri titoli” e tale volontà sia “ragionevolmente necessaria per la decisione di presentare l'offerta”».

⁵³⁰ V. F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020, 433. Secondo l'A., tale investitore consisterebbe nel soggetto «in grado di elaborare correttamente le informazioni disponibili sul mercato, in vista dell'adozione di una scelta di investimento». In quanto tale, l'investitore razionale è dunque quantomeno un investitore “preparato” o “professionale”. Ove stimasse il rischio di essere danneggiato sul mercato, l'investitore razionale potrebbe essere indotto ad astenersi dall'investimento, o a richiedere uno sconto sul prezzo dei titoli che si accinge a comprare (così da tutelarsi rispetto a potenziali future perdite). In argomento, cfr. D.D. HADDOCK, J.R. MACEY, F.S. MCCHESENEY, *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, in *Virginia L. Rev.*, 1987, vol. 73, n. 4, 701 ss.; S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo unico finanziario*, 2, *Mercati ed emittenti*, diretto da M. Cera, G. Presti, Giappichelli, Torino, 2020, 1477 ss.; A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2012, 223 ss.

Il fatto che indirettamente riguardino un emittente comporta dunque l'applicazione della disciplina del *market sounding*⁵³¹.

Affinché la fusione ricada nell'ambito della disciplina MAR è però necessario che vengano soddisfatte due condizioni: (i) le informazioni devono essere necessarie per consentire agli aventi diritto ai titoli di formarsi un'opinione sulla propria disponibilità ad offrire i loro titoli; e (ii) gli aventi diritto debbono essere intenzionati ad offrire titoli. In altri termini, «[n]on è sufficiente la mera esigenza costituita dalla conoscenza dell'orientamento dell'interesse dei potenziali investitori, ma è richiesto che la volontà degli aventi diritto sia ragionevolmente in grado di determinare l'*an* stesso del lancio dell'offerta pubblica d'acquisto»⁵³².

Trattandosi di un processo – quella della fusione – caratterizzato da un rapido susseguirsi di eventi, è tuttavia importante comprendere in quale fase (e, soprattutto, entro quali limiti temporali) si debba svolgere un sondaggio di mercato.

Ebbene, nell'ambito delle offerte pubbliche di acquisto, questo problema è stato così risolto: «[i]n un'ottica di massima prudenza, il sondaggio non dovrebbe protrarsi oltre la comunicazione della decisione, ovvero non sia stato reso pubblico il configurarsi dell'obbligo di promuovere un'OPA»⁵³³. Se, infatti, le condizioni di legittimità del sondaggio sono costituite (i) dalla (stretta) necessità e (ii) dalla ragionevole necessità in relazione, rispettivamente, al formarsi dell'opinione sulla disponibilità ad offrire i titoli da parte degli aventi diritto, e alla determinazione della volontà di presentare l'offerta, il momento conclusivo del sondaggio non può che esaurirsi in corrispondenza dell'assunzione ufficiale della decisione (l'*an*) in merito al lancio dell'offerta e al suo divenire irrevocabile, e dunque definitiva nei contenuti, rispetto agli aventi diritto che intendano aderirvi. Volendo adottare la medesima (prudenziale) prospettiva per quanto

⁵³¹ La riflessione non riguarda però solo le operazioni di fusione, ma si estende «con riferimento alle offerte pubbliche di acquisto, alle operazioni di fusione e alle altre operazioni aventi conseguenze sulla proprietà o sul controllo di un'impresa che sono regolamentate dalle autorità di controllo nominate dagli Stati membri ai sensi dell'art. 4 della direttiva 2004/25/CE, la quale prevede obblighi supplementari oltre agli obblighi del presente regolamento» (art. 23, comma terzo, MAR).

⁵³² P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, in *Dirittobancario.it*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it, paragrafo 4.

⁵³³ Nel contesto delle offerte pubbliche di acquisto, preme ricordarlo, si pone altresì un'altra criticità in relazione alla possibilità, in pendenza del periodo d'offerta, di effettuare offerte concorrenti. Sul punto, alcuni AA. ipotizzano l'applicazione della disciplina dei sondaggi di mercato non tutte le volte che si profilasse l'intenzione di rilanciare un'offerta, ma soltanto nelle fasi prodromiche al lancio dell'offerta (o dell'offerta concorrente). (P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, in *Dirittobancario.it*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it, paragrafo 4).

concerne la fusione, si potrebbe individuare il momento conclusivo del sondaggio nell'occasione in cui il progetto di fusione è sottoposto all'attenzione del Consiglio di amministrazione. Una eventuale approvazione rappresenterebbe infatti la formale decisione di avviare il procedimento di fusione, da cui scaturirebbe la successiva serie di eventi intermedi che compongono la fattispecie.

In linea generale, se invece nel corso del sondaggio la natura della informazione dovesse variare, il *recipient* saprà di certo in grado di cogliere la connessione tra le informazioni (precise, ai sensi dell'art. 7 MAR) ricevute nell'ambito del sondaggio ad un dato emittente e a specifici titoli. Dunque, egli dovrà includere anche una stima del momento in cui le informazioni cesseranno di essere informazioni privilegiate, così da realizzare egli stesso se accettare o meno la partecipazione al sondaggio (art. 3(3), Reg. del. 2016/960).

Benché l'ESMA non ritenga appropriato «presume that the DMP has complied with its obligation under Article 11(6) of MAR only because the transaction the receivers were sounded about has been made public. Depending on the characteristic of the transaction and the information disclosed, the information disclosed during the market sounding may still be, at least partially, inside information», appare difficile immaginare un contesto – soprattutto nell'ambito dell'operazione di fusione – dal quale sia possibile trarre due o più informazioni privilegiate. Ed anche laddove si verificasse, risulterebbe preferibile rimettere all'interpellato una valutazione circa la cessazione del carattere privilegiato dell'informazione *ex* art. 11(7) MAR.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

La disamina della disciplina della fusione societaria e degli abusi di mercato, unitamente a quella delle disposizioni nazionali e comunitarie in materia di informazione straordinaria nel contesto di una fusione sin qui condotta risulta strumentale alla comprensione della questione qui affrontata, vale a dire l'allineamento (e le eventuali ragioni di un disallineamento) tra l'*iter* peculiare dell'operazione di fusione di una società quotata e la disciplina dell'informazione come risultante dalla più recente disciplina comunitaria in materia di prospetti e *market abuse*, e dalla disciplina nazionale in materia di informazione ai soci e al mercato.

Tutti tali meccanismi infatti, nonché, come si è detto, la loro percezione agli occhi dei terzi, passano attraverso una imprescindibile corretta gestione delle informazioni scambiate nella fusione in quanto processo prolungato.

La tematica trova nel presente lavoro una risposta in senso dubitativo, problematico.

Di seguito si espongono le ragioni di tale convincimento e si individuano i punti ancora aperti della questione.

All'esito del lavoro di ricerca intrapreso, e in ordine alle considerazioni fino ad ora compiute in tema di fusione ed informazione al mercato, sia *de iure condito* sia *de lege ferenda*, sembra riproporsi con evidenza l'istanza dell'allineamento tra le discipline in esame. Se, infatti, notevoli progressi siano stati compiuti anche attraverso il diretto intervento del legislatore comunitario, altrettanto vero è che molto può ancora essere svolto in tale ambito.

Per un verso, è innegabile che le problematiche relate alla disciplina della fusione di società quotate non siano state – né possano essere – completamente risolte dalla disciplina in tema di *market abuse*, che non rappresenta certo, a propria volta, una vera e propria panacea, dal momento che ancora molti risultano i punti irrisolti. Quest'ultima disciplina deve infatti essere assistita da ulteriori interventi normativi, in ambiti affini e separati, quali ad esempio quello comunitario in materia di prospetti mediante il Regolamento 1129/2017 (come integrato dall'attività delegata della Commissione Europea, *in primis* attraverso il Regolamento 528/2021 in materia di documenti di esenzione). Tuttavia, anche una analisi sistematica di tali insiemi normativi evidenzia talune criticità.

Nonostante gli evidenti sviluppi susseguitisi nel corso degli anni, sempre complessa appare la definizione delle informazioni inerenti all'*iter* di fusione, anche alla luce delle rilevanti

sentenze Corte di Giustizia Europea sul punto e della disciplina *market abuse*. Tali informazioni vengono infatti analizzate in una luce e con finalità diverse, a seconda che l'ambito di esame siano gli abusi di mercato oppure l'informazione al mercato.

Purtuttavia, proprio taluni elementi specifici della MAR (tra tutti, la possibilità di ritardare la comunicazione al mercato e le norme in materia di sondaggi di mercato) permettono di istituire un regime di tutela più intenso in particolare per i soggetti più vulnerabili coinvolti nella fusione, come piccoli risparmiatori e soci di minoranza.

Infatti, sia ponendo penetranti obblighi informativi a capo delle società coinvolte nel procedimento sia sanzionando per le medesime violazioni gli eventuali altri soggetti coinvolti, ad esempio, a titolo consulenziale, la MAR ha lo scopo di ridurre considerevolmente (se non abbattere) il forte squilibrio rappresentato dalle asimmetrie informative che caratterizzano l'operazione di fusione. Così facendo essa si caratterizza altresì per un maggiore dinamismo rispetto ad altre fonti giuridiche (quali ad esempio la disciplina nazionale in materia di fusione), che difficilmente si contraddistinguono per la presenza efficaci strumenti sanzionatori, con finalità dissuasive.

Viene così, al tempo stesso, salvaguardata la fiducia del mercato in uno svolgimento corretto del procedimento in esame, improntato a canoni di trasparenza e scevro da eventuali svantaggi e inconvenienti, nonché rafforzata la capacità precettiva anche delle disposizioni inerenti l'informazione nel contesto della fusione rinvenibili nelle fonti di diritto nazionale e comunitario (quali quelle volte a disciplinare l'informazione nell'ambito di un documento informativo come il prospetto o di un relativo documento di esenzione).

Il *framework* derivante da un tale, complesso e sempre mutevole, quadro normativo e le spinose questioni qui presentate, se applicati entrambi all'operazione di fusione di società con azioni quotate su mercati regolamentati, dimostrano indubbiamente la loro utilità rispetto a temi di notevole rilievo pratico. In quanto tal, ambedue costituiscono dunque senza dubbio un utile viatico onde impostare l'attività normativa in altri, altrettanto spinosi, ambiti connessi all'informazione societaria in senso lato.

Ebbene, la disciplina in parola, tanto più in quanto riferita all'operazione di fusione, testimonia così proprio un imprescindibile ruolo quale baluardo a tutela degli investitori, collocando l'operazione *de qua* in una cornice normativa e regolatoria improntata alla salvaguardia e valorizzazione di tutti gli interessi coinvolti.

BIBLIOGRAFIA

Indice della dottrina

P. ABBADESSA, *L'insider trading nel diritto privato italiano: prima e dopo la legge n. 157/1991*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1992, I, 749 ss.

P. ABBADESSA, *La gestione dell'impresa nella società per azioni. Profili organizzativi*, Giuffrè, Milano, 1975.

P. ABBADESSA, A. MIRONE, *Le competenze dell'assemblea nelle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2010, 269 ss.

N. ABRIANI, *Azioni a voto plurimo e maggiorazione del diritto di voto degli azionisti fedeli: nuovi scenari e inediti problemi interpretativi*, in *GiustiziaCivile.com*, 29 settembre 2014.

N. ABRIANI, *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Le società per azioni*, a cura di N. Abriani, S. Ambrosini, O. Cagnasso, P. Montalenti, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. IV, tomo 1, Cedam, Padova, 2010.

G. ACERBI, *Gli amministratori di società per azioni di fronte al trasferimento del controllo: problemi e proposte di soluzione*, in *Riv. soc.*, 1997, 281 ss.

V. AFFERNI, *Commento alla nuova disciplina della fusione*, in *Corr. Giur.*, 1991, 403 ss.

V. AFFERNI, *La fusione di società: dal codice di commercio al recepimento della terza direttiva comunitaria*, in AA. VV., *Studi in onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, 1337 ss.

K.R. AHERN, D. SOSYURA, *Who Writes the News? Corporate Press Releases during Merger Negotiations*, in *J. Finance*, 2014, vol. 69, n. 1, 241 ss.

A. ALESSANDRI, *Prime riflessioni sulla decisione della Corte Europea dei Diritti dell'Uomo riguardo alla disciplina italiana degli abusi di mercato*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 863 s.

A. ALESSANDRI, *Un esercizio di diritto penale simbolico: la tutela penale del risparmio*, in *La legge per la tutela del risparmio. Un confronto fra giuristi ed economisti*, a cura di P. Abbadessa, F. Cesarini, Il Mulino, Bologna, 2007, 169 ss.

J.C. ALEXANDER, D. GOFF, P.P. PETERSON, *Profitability of a Trading Strategy Based on Unexpected Earnings*, in *Fin. Analysts J.*, 1989, vol. 45, n. 4, 65 ss.

M. ALLEGRINI, G. GRECO, *Corporate boards, audit committees and voluntary disclosure: evidence from Italian Listed Companies*, in *J. Management & Governance*, 2011, vol. 17, n. 1, 187 ss.

W.T. ALLEN, R. KRAAKMAN, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organizations*, Wolters Kluwer, New York, 2016.

- S. ALVARO, R. LENER, P. LUCANTONI, *The Prospectus Regulation. The long and winding road*, in Consob, Quaderni Giuridici, n. 22, 2020.
- S. ALVARO, M. VENTORUZZO, «High-frequency trading»: *Note per una discussione*, in *Banca impresa società*, 2016, 417 ss.
- E. AMATI, *Abusi di mercato e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2012.
- S. AMOROSINO, C. RABITTI BEDOGNI, *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, Giuffrè, Milano, 2004.
- G. ANDRADE, M. MITCHELL, E. STAFFORD, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, in *J. Econ. Perspective*, 2001, vol. 15, 103 ss.
- C. ANGELICI, *Note in tema di informazione societaria*, in AA. VV., *La riforma delle società quotate*, Giuffrè, Milano, 1998, 249.
- C. ANGELICI, *Su mercati finanziari, amministratori e responsabilità*, in *Riv. dir. comm.*, 2010, 1 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Il fondo di private equity tra discipline europee e specificità italiane*, in *AGE*, 2021, 207 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Il recepimento della MiFID II: uno sguardo di insieme tra continuità e discontinuità*, in *Riv. soc.*, 2015, 1100 ss.
- F. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Giappichelli, Torino, 2020.
- F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni societarie al pubblico e alla Consob (prima parte)*, in *Società*, 1999, 398 ss.
- F. ANNUNZIATA, *La nuova disciplina delle comunicazioni al pubblico e alla Consob (seconda parte)*, in *Società*, 1999, 520 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Le norme del nuovo regolamento della Consob in materia di informazione societaria. Una prima lettura*, in *Banca borsa tit. cred.*, 1999, I, 495 ss.
- F. ANNUNZIATA, *PMI, quotazione, crowdfunding*, in *I modelli di impresa societaria tra tradizione e innovazione nel contesto europeo*, a cura di P. Montalenti, Giuffrè, Milano, 2016, 131 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Riflessi organizzativi della rinnovata disciplina in materia di market abuse*, in *Società*, 2016, 169 ss.
- F. ANNUNZIATA, *Sulla comunicazione a terzi di informazioni privilegiate (nota a Corte Giust. CE, 22 novembre 2005)*, in *Riv. dir. soc.*, 2007, 108 ss.
- F. ANNUNZIATA, M. VENTORUZZO, *L'armonizzazione europea del diritto delle società per azioni quotate*, in *Diritto societario europeo e internazionale*, a cura di M.V. Benedettelli e M. Lamandini, Utet, Milano, 2016, 414 ss.

- L. ARDIZZONE, *L'esercizio dell'attività d'impresa nel private equity*, Egea, Milano, 2018.
- L. ARDIZZONE, *Le azioni proprie nella fusione e nella scissione*, Giuffrè Milano, 2010.
- D.W. ARNER, J.N. BARBERIS, R.P. BUCKLEY, *FinTech, RegTech and the Reconceptualization of Financial Regulation*, University of Hong Kong Faculty of Law Research Paper No. 2016/035, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2847806>.
- C.S. ARMSTRONG, W.R. GUAY, H. MEHRAN, J.P. WEBER, *The role of financial reporting and transparency in corporate governance*, in *Federal Reserve Bank of New York Economic Pol'y Rev.*, 2016, vol. 22, n. 1, 107 ss.
- N. ATLANTE, N. RUOTOLO, *Le semplificazioni in materia di documentazione nella fusione e nella scissione*, *Studio del Consiglio Nazionale del Notariato n. 101*, 2013.
- C. AVERY, P. ZEMSKY, *Multi-Dimensional Uncertainty and Herding in Financial Markets*, in *Am-Econ. Rev.*, 1998, vol. 88, n. 4, 724 ss.
- E. AVGOULEAS, *A Critical Evaluation of the New EC Financial-Market Regulation: Peaks, Troughs, and the Road Ahead*, in *Global Business & Development L. J.*, 2005, vol. 18, n. 2, 179 ss.
- E. AVGOULEAS, *The Global Financial Crisis and the Disclosure Paradigm in European Financial Regulation: The Case for Reform*, in *European Company & Fin. L. Rev.*, 2009, vol. 6, n. 4, 440 ss.
- E. AVGOULEAS, *The Mechanics and Regulation of Market Abuse. A legal and Economic Analysis*, Oxford University Press, Oxford, 2005.
- L. AZOULAI, *The Court of Justice and Social Market Economy: The Emergence and the Conditions for its realization*, in *Common Market L. Rev.*, 2008, vol. 45, n. 5, 1335 ss.
- P.J. AZZOLLINI, *The wake of Paramount v. QVC: Can a Majority Shareholder Avoid Triggering the Auction Duty during a Merger and retain a Significant Equity Interest? Suggestion: a Pooling of Interests*, in *Fordham L. Rev.*, 1994, vol. 63, 573 ss.
- S.M. BAINBRIDGE, M. TODD HENDERSON, *Outsourcing the Board*, Cambridge University Press, Cambridge, 2018.
- O. BAYAR, T. J. CHEMMANUR, *What Drives the Valuation Premium in IPOs versus Acquisitions? An Empirical Analysis*, in *J. Corp. Fin.*, 2012, vol. 18, n. 3, 451 ss.
- R. BALL, S. KOTHARI, A. ROBIN, *The effect of international institutional factors on properties of accounting earnings*, in *J. Acct. & Econ.*, 2000, vol. 29, n. 1, 1 ss.
- F. BARACHINI, *Commento art. 2381 c.c.*, in *Le società per azioni*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, Giuffrè, Milano, 2016, 1188 ss.
- N. BARBERIS, R. THALER, *A survey of Behavioural Finance*, NBER Working Paper No. w9222,

2002, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=332266>.

A. BARTALENA, *Commento sub artt. 180-187 TUF*, in *La disciplina delle società quotate nel Testo Unico della Finanza d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di P. Marchetti e L.A. Bianchi, vol. II, Giuffrè, Milano, 1999, 1988 ss.

A. BARTALENA, *L'insider trading*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G. Colombo, G.B. Portale, vol. X, Giappichelli, Torino, 1993.

J.M. BARTOS, J. BARTOS, *United States Securities Law: A Practical Guide*, Kluwer Law International B.V., Londra-New York, 2006.

P. BASILE, E.M. BOCCHINO, *I sondaggi di mercato*, in *Dirittobancario.it*, marzo 2017, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it.

L. BEBCHUK, R. TALLARITA, *The Illusory Promise of Stakeholder Governance*, in *Cornell L. Rev.*, vol. 106, n. 1, 2020, 91 ss.

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

P. BELTRAMI, *La fusione*, in AA. VV., *S.r.l. Commentario dedicato a G.B. Portale*, a cura di A.A. Dolmetta, G. Presti, Giuffrè, Milano, 2011, 1106 ss.

P. BELTRAMI, *La legittimazione attiva dei creditori all'azione risarcitoria ex 2504-quater c.c.*, in *Riv. soc.*, 2002, 1241 ss.

P. BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Giappichelli, Torino, 2009.

P. BENAZZO, *Start up e PMI innovative*, in *Digesto delle Discipline Privatistiche, sez. Comm., Aggiornamento*, VIII, Utet, Torino, 2017, 484 ss.

M. BENGZEN, *Private Investor Meetings in Private Firms: The Case for Increasing Transparency*, in *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, 33 ss.

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

A. BERTOLOTTI, *Fusione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. 17, Utet, Torino, 2010, 452 ss.

H. BESSEMBINDER, C. KALOK, *Market Efficiency and the Returns to Technical Analysis*, in *Fin. Management*, 1998, vol. 27, n. 2, 5 ss.

G. BETLEM, *The doctrine of consistent interpretation — Managing legal uncertainty*, in *Ox. J. L. St.*, 2002, vol. 22, n. 3, 399 ss.

U. BHATTACHARYA, H. DAOUK, *The World Price of Insider Trading*, in *J. Finance*, 2002, vol. 57,

n. 1, 75 ss.

L.A. BIANCHI, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa: casi e questioni del diritto societario*, Egea, Milano, 2013.

L.A. BIANCHI, *Commento sub art. 2504-ter, comma 4 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Egea, Milano, 2006, 849 ss.

L.A. BIANCHI, *Il TUF e il consiglio di amministrazione degli emittenti*, in *Riv. soc.*, 2014, 831 ss.

L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2002.

L.A. BIANCHI, *La contabilizzazione delle fusioni acquisitive: le disarmonie prestabilite tra principi contabili internazionali e disciplina nazionale*, in *Riv. soc.*, 2019, 34 ss.

L.A. BIANCHI, *La gestione dell'impresa, I consigli di amministrazione tra regole e modelli organizzativi*, Il Mulino, Bologna, 2021.

L.A. BIANCHI, *Le "differenze" da annullamento della partecipazione nel "primo bilancio successivo alla fusione" (art. 2504-bis, comma 4, c.c.)*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 4, Torino, 2007, 331 ss.

L.A. BIANCHI, *Le linee di tendenza dell'evoluzione dei poteri della Consob (nei confronti degli emittenti)*, in *Regole del mercato e mercato delle regole. Il diritto societario e il ruolo del legislatore*, a cura di G. Carcano, C. Mosca, M. Ventoruzzo, Giuffrè, Milano, 2016, 337 ss.

L.A. BIANCHI, *L'informazione societaria e bilancio consolidato di gruppo*, Milano, 1990.

L.A. BIANCHI, *Operazioni straordinarie, maggiorazione del voto e azioni a voto plurimo*, in *Riv. soc.*, 2016, 392 ss.

L.A. BIANCHI, C. PICCIAU, *Appunti sulla nuova regolamentazione dell'informazione continua*, in *AGE*, 2013, 223 ss.

S. BIKHCHANDANI, D. HIRSHLEIFER, I. WELCH, *A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change as Informational Cascades*, in *J. Pol. Econ.*, 1992, vol. 100, n. 5, 992 ss.

M. BINI, *"Fairness opinion" e bilanci*, in *Società*, 2018, 752 ss.

M. BINI, *La (cattiva) prassi nella stima dei rapporti di concambio nelle fusioni a seguito di acquisizioni con indebitamento (art. 2501 bis c.c.)*, in *Società*, 2017, 584 ss.

M. BINI, *Le valutazioni di bilancio ed il ruolo dei consiglieri indipendenti. Intervento tenutosi nel corso del Convegno Nazionale OIV sulla Valutazione d'azienda*, in *Società*, 2018, 1301 ss.

M. BINI, *Sostanza e forma delle valutazioni d'azienda a fini legali*, in *Società*, 2015, n. 11, 1270 ss.

B.S. BLACK, *Behavioural Economics and Investor Protection: Reasonable Investors, Efficient Markets*, in

- Loyola Univ. Chicago L. J., 2013, 1493 ss.
- A. BLANDINI, *Società quotate e società diffuse: le società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2005, *passim*.
- E. BOCCHINI, *In principio erano le informazioni*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 35 ss.
- A. BOLOGNESI, *Commento sub art. 2501-ter*, in *Commentario delle società*, a cura di G. Grippo, Torino, 2009, 1248 ss.
- F. BONELLI, *Giurisprudenza e dottrina su acquisizioni di società e pacchetti azionari di riferimento*, in *Acquisizioni di società e di pacchetti azionari di riferimento*, Atti del convegno tenutosi a Portofino nel giugno 1989, a cura di F. Bonelli e M. De Andrè, Giuffrè, Milano, 1990.
- M. BORIO, *Articolo 2503-bis. Azioni di categoria, strumenti finanziari e obbligazioni*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2018, 172 ss.
- M. BORIO, *Delibera di fusione. Capitolo Secondo, Sezione Seconda*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019.
- G. BOSI, *Autoregolazione societaria*, Giuffrè, Milano, 2009.
- M. BOULJELBENE ABBES, Y. BOUJELBENE, A. BOURI, *Overconfidence Bias: Explanation of Market Anomalies French Market Case*, in *J. App. Econ. Sciences*, 2009, vol. 4, n. 1, 12 ss.
- J.L BOWER, *Not All M&As Are Alike- and That Matters*, in *Harvard Business Rev.*, 2001, 92 ss.
- W.W. BRATTON JR., *Corporate Finance*, Foundation Press, New York, 2003.
- J. C. BRAU, S.E. FAWCETT, *Initial Public Offerings: An Analysis of Theory and Practice*, in *J. Finance*, 2006, vol. 61, n. 1, 399 ss.
- A. BRAV, C. GECZY, P.A. GOMPERS, *The Long-Run Underperformance of Seasoned Equity Offerings Revisited. Working paper*, Harvard University, 1995.
- T. BREINER, E.M. MINEI, *Corporate Acculturation Neglect in Cross-Border Acquisitions: the Case of Denmark and the United States*, in *J. International Communication*, 2017, vol. 23, 53 ss.
- C. BRYANT, S. DANESHKHU, J. HUGHES, R. MILNE, *Loopholes to disclosure widespread across Europe*, in *Financial Times*, 30 ottobre 2008.
- R.D. BROOKS *et al.*, *Censoring and its impact on multivariate testing of the Capital Asset Pricing Model*, in *App. Fin. Econ.*, 2004, vol. 14, n. 6, 413 ss.
- R.F. BRUNER, *Deals from Hell: M&A Lessons That Rise Above the Ashes*, John Wiley & Sons, Wiley, Hoboken, 2005.
- R.F. BRUNER, *Applied Mergers and Acquisitions*, Hoboken, 2009, 47 ss.
- R.F. BRUNER *et al.*, *Investing in Emerging Markets*, Research Foundation of AIMR,

Charlottesville, VA, 2003.

S. BRUNO, *Dichiarazione “non finanziaria” e obblighi degli amministratori*, in *Riv. soc.*, 2018, 974 ss.

W. BURKE, C. VAN DEN BORREN, M. TAUFNER, *United States and New York State Law*, in *Schuldverschreibungsrecht*, a cura di K.J. Hopt, C.H. Seibt, Verlag Dr. Otto Schmidt, Köln, 2017, 1645 ss.

A. BUSANI, *Ma ... internet “semplifica” davvero fusioni e scissioni*, in *Società*, 2012, 1029 ss.

D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI, *Capital Markets Union in Europe*, Oxford University Press, Oxford, 2018.

R.M. BUSHMAN, J.D. PIOTROSKI, A.J. SMITH, *What determines corporate transparency?*, in *J. Acct. Research*, 2004, vol. 42, 207 ss.

P. CARRIÈRE, *I profili informativi delle fasi propedeutiche di operazioni di M&A successivamente al recepimento della direttiva market abuse*, in *Riv. soc.*, 2006, 338 ss.

P. CASELLA, *La legge sulla repressione dell’insider trading*, in *Giur. comm.*, 1991, I, 858 ss.

S. CACCHI PESSANI, *Commenti sub artt. 2501-quater c.c., 2501-quinquies c.c., 2501-sexies c.c., 2503 c.c., 2503-bis c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, 561 ss.

S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L’art. 2501-bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Giuffrè, Milano, 2007.

S. CACCHI PESSANI, *La fusione*, Giappichelli, Torino, 2019.

S. CACCHI PESSANI, *Commento sub art. 2505 c.c.*, in *Codice delle Società*, a cura di N. Abriani, Utet, Torino, 2016.

O. CAGNASSO, *La nuova disciplina del bilancio di esercizio*, in *Giur. it.*, 2017, 1243 ss.

O. CAGNASSO, *Le Sezioni Unite sugli effetti della fusione: un ritorno al passato?*, in *Società*, 2021, 1193 ss.

O. CAGNASSO, *Start up e P.M.I. innovative: inquadramento*, in *Giur. it.*, 2016, 2285 ss.

O. CAGNASSO, *Trasformazione e fusione*, Utet, Torino, 1973.

O. CAGNASSO, M. D’ARRIGO, *La fusione delle società*, in *Le nuove s.p.a.*, diretto da O. Cagnasso, L. Panzani, vol. 2, Zanichelli, Bologna, 2010, 501 ss.

V. CALANDRA-BUONAURA, *L’amministrazione della società per azioni nel sistema tradizionale*, in *Trattato di diritto commerciale*, fondato da V. Buonocore, diretto da R. Costi, sez. IV, tomo 4.VI*, Giappichelli, Torino, 2019.

- C. CALHOUN, *Efficient market hypothesis*, in *Dictionary of the Social Sciences*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
- L. CALVOSA, *Il “diritto di acquisto” (c.d. squeeze-out) e...la mancata tutela delle minoranze*, in *La tutela delle minoranze nelle società quotate. Studi in memoria di Alessandro Cerrai*, a cura di A. Piras, Pisa University Press, Pisa, 2005, 187 ss.
- M. CAMPOBASSO, *Diritto commerciale. Diritto delle Società*, vol. 2, Utet, Torino, 2013.
- A. CANZONI, *Il bilancio d'esercizio delle società per azioni fra tecnica e norma, economia aziendale e diritto, deontologia e prassi*, in AA. VV., *Il bilancio di esercizio delle imprese*, Giuffrè, Milano, 2017.
- A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori: il caso della “pressure to tender”*, in *Giur. comm.*, 2014, I, 96 ss.
- A. CAPIZZI, *Operazioni straordinarie e tutela degli investitori*, Giappichelli, Torino, 2018.
- V. CAPIZZI, R. GIOVANNINI, *Il ruolo dell'Investment banking nelle operazioni di M&A: evidenze empiriche pre e post Lehman*, in *Bancaria*, 2015, n. 6, 18 ss.
- M. CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari. Profili economici, civilistici, tributari*, Giuffrè, Milano, 1996.
- M. CARATOZZOLO, *I bilanci straordinari*, ed. 2, Giuffrè, Milano, 2009.
- S.M. CARBONE, *Strumenti finanziari, corporate governance e diritto internazionale privato tra disciplina dei mercati finanziari e ordinamenti nazionali*, in *Riv. soc.*, 2000, 457 ss.
- F. CARBONETTI, *Fusione fra società quotate e individuazione della società di revisione in funzione di esperto*, in *Riv. soc.*, 1999, 1411 ss.
- G.L. CARRIERO, *Commento sub art. 180 TUF*, in *Commentario al Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e F. Capriglione, III, Padova, 1998, 1654 ss.
- M. CAVANNA, *Della Fusione delle Società*, in *Commentario del Codice civile e codici collegati Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Zanichelli, Bologna, 2018.
- M. CAVANNA, *La fusione*, in AA.VV., *Le operazioni societarie straordinarie*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, Padova, 2011, 952 ss.
- M. CERA, *L'informazione societaria in Italia: forme ed interessi tra passato e futuro*, in *AGE*, 2013, 23 ss.
- M. CERA, *Le società con azioni quotate nei mercati*, Zanichelli, Bologna, 2018.
- J. CHEN, M. J. JUNG, *Activist hedge funds and firm disclosure*, in *Rev. Fin. Econ.*, 2016, vol. 29, n. 1, 52 ss.

- Q. CHEN, R. VASHISHTHA, *The Effects of Bank Mergers on Corporate Information Disclosure*, in *J. Acct & Econ.*, 2017, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2418752>.
- E. CHIAPPAROLI, *Il ruolo di quotazioni e aumenti di capitale nelle operazioni di M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 323 ss.
- F. CHIAPPETTA, *Finanziamento della società e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2006, 668 ss.
- E. CHITI, "European Agencies" Rulemaking Powers, Procedures and Assessment, in *Eur. L. J.*, 2013, vol 19, n. 1, 93 ss.
- S.J. CHOI, *Selective Disclosures in the Public Capital Markets*, in *U.C. Davis L. Rev.*, 2002, vol. 35, n. 3, 533 ss.
- N. CIOCCA, *Commento sub art. 2437-sexies*, in *Recesso e riscatto nelle s.p.a. Commento agli artt. 2437-2437-sexies del Codice Civile*, a cura di G. Marasà, N. Ciocca, Padova, 2011, 33 ss.
- N. CIOCCA, G. MARASÀ, *I diritti degli azionisti nelle società quotate*, Giappichelli, Torino, 2014, 30 ss.
- E. CIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione. L'impatto della riforma e la nuova disciplina del leveraged buy-out*, Milano, 2003.
- E. CIVERRA, *Le operazioni straordinarie. Aspetti civilistici, contabili e procedurali*, Ipsoa, Milano, 2008.
- C. CLERICI, *2501-ter c.c., 2501-septies c.c., 2502-bis c.c., 2505-ter c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, 531 ss.
- S.J. CLEVELAND, *An Economic and Behavioural Analysis of Investment Bankers When Delivering Fairness Opinions*, in *Alabama L. Rev.*, 2006, vol 58, n. 2, 299 ss.
- J. COFFEE JR., *The Future as History: the Prospects for Global Convergence in Corporate Governance and its Implications*, in *Northwestern University L. Rev.*, 1999, vol. 93, n. 3, 641 ss.
- J. COFFEE JR., *The Rise of Dispersed Ownership: the Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, in *Yale Law J.*, 2001, vol. 111, n. 1, 1 ss.
- J. COFFEY, J.O. SOMNIER, *The Market Abuse Directive – The First Use of the Lamfalussy Process*, in *J. Int'l Bank. L. & Reg.*, 2003, vol. 18, n. 9, 370 ss.
- G. COLTRARO, "Merger agreement" e responsabilità per "danno da mancata fusione", in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 481 ss.
- G. COLTRARO, *Gli accordi di fusione: profili negoziali e procedurali*, Giuffrè, Milano, 2013.
- M. CONFALONIERI, *Conferimenti e fusioni nell'economia delle imprese*, Giuffrè, Milano, 1983.

- T. CONNOR, *Goods, persons, services and capital in the European Union: jurisprudential routes to free movement*, in *German L. J.*, 2010, vol. 11, n. 2, 159 ss.
- M. COSSU, *Società aperte e interesse sociale*, Giappichelli, Torino, 2006, 207 ss.
- C. COSTA, *Le assemblee speciali*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, Giappichelli, Torino, 1993, 550 ss.
- M. COSTA, *The accountability gap in EU law*, Routledge, Abingdon, Oxon - New York, NY, 2017.
- R. COSTI, *Fusione fra società quotate e nomina di un esperto comune*, in *Giur. comm.*, 2000, II, 637 ss.
- R. COSTI, *Il governo delle società quotate: tra ordinamento dei mercati e diritto delle società*, in *Dir. comm. int.*, 1998, 65 ss.
- R. COSTI, *L'informazione al mercato: trasparenza e riservatezza*, in *Il Caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 151 ss.
- R. COSTI, *L'interesse sociale nella riforma del diritto azionario*, in *Diritto, mercato ed etica. Dopo la crisi. Omaggio a P. Marchetti*, Giuffrè, Milano 2010, 253 ss.
- R. COSTI, L. ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da G. Cottino, vol. VIII, Cedam, Padova, 2004, 1 ss.
- G. COTTINO, *Diritto societario*, Cedam, Padova, 2006.
- G. COTTINO, *Diritto societario*, ed. 2, Cedam, Padova, 2011.
- E. CUSA, *Prime considerazioni sulla scissione delle società*, Giuffrè, Milano, 1992.
- E. D'ALESSANDRO, *Il procedimento pregiudiziale interpretativo dinanzi alla Corte di giustizia. Oggetto e efficacia della pronuncia*, Giappichelli, Torino, 2012.
- F. D'ALESSANDRO, *Fusioni di società, giudici e dottori*, nota a Cass. 23 giugno 2006, n. 14526 e a Cass. SU. UU., 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Studi per Franco di Sabato*, tomo III, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2009, 361 ss.
- F. D'ALESSANDRO, *L'aggiotaggio e la manipolazione del mercato*, in *Diritto penale delle società*, a cura di L.D. Cerqua, G. Canzo, Cedam, Padova, 2010, 897 ss.
- F. D'ALESSANDRO, *Regolatori del mercato, enforcement e sistema penale*, Giappichelli, Torino, 2016, 2 ss.
- F. D'ALESSANDRO, *Violazione degli obblighi di informazione e sanzioni*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, Giuffrè, Milano, 2020, 163 ss.

- A. D'ANIELLO, *Le operazioni di fusione: fasi preparatorie e accordo di fusione*, in *Trasformazione fusione, scissione*, diretto da M. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 711 ss.
- G. D'ATTORRE, *Il principio di eguaglianza tra soci nella società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2007.
- A. DAMODARAN, *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken (NJ), 2012.
- M. DALLOCCHIO, *Introduzione all'M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallocchio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 9 ss.
- M. DALLOCCHIO, C. PIRRONE, *Gli aspetti negoziali nelle operazioni di M&A*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallocchio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 159 ss.
- P.L. DAVIES, *The Take-over Bidder Exemption and the Policy of Disclosure*, in *European Insider Dealing. Law and Practice*, a cura di K.J. Hopt-E. Wymeersch, Butterworths, Londra, 1991, 244 ss.
- P.L. DAVIES, S. WORTHINGTON, *Principles of Modern Company Law*, Sweet & Maxwell, Londra, 2016.
- F. DENOZZA, *Verso il tramonto dell'“interesse sociale”?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, Jovene, Napoli, 2011, 77 ss.
- F. DENOZZA, A. STABILINI, *Informazione non finanziaria e stakeholder empowerment*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 225 ss.
- P. DE BIASI, *La SPAC, uno speciale veicolo di investimento e quotazione*, in *Riv. soc.*, 2018, 713 ss.
- N. DE LUCA, *Fusione, concambio e sorte delle azioni di risparmio (Nota a Cass. 20 aprile 2020, n.7920) - Parte I*, in *Il Foro italiano*, 2020, 1915 ss.
- N. DE LUCA, *Titolarità vs. legittimazione: a proposito di record date, empty voting, e proprietà nascosta di azioni*, in *Riv. dir. soc.*, 2010, I, 312 ss.
- M. DE MARI, *Il codice di autodisciplina delle società quotate in materia di corporate governance*, in *Riv. dir. priv.*, 2000, 147 ss.
- M. DE MARI, *Il contratto di quotazione*, in *I contratti per l'impresa, II, Banca, mercati, società*, a cura di G. Gitti, M. Maugeri, M. Notari, Il Mulino, Bologna, 2013, 375 ss.
- G. DE PETRA, *Azioni proprie e diritto di concambio nel d.lg. 22/91 e adeguamento alla III direttiva C.E.E. in materia di fusioni societarie*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, II, 207 ss.

- V. DE SERIÈRE, *The Contents of the Prospectus: Non-Financial information and Materiality*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 196 ss.
- B. DE WITTE, *Direct effect, primacy, and the nature of the legal order*, in *The Evolution of EU Law*, a cura di P. Craig, G. Da Burca, Oxford University Press, Oxford, 2011, 323 ss.
- M. DE RUVO, L. OCCHETTA, *La fusione di società. Aspetti civilistici e contabili. Disciplina giuslavoristica e antitrust. Normativa e prassi fiscale*, Egea, Milano, 2003.
- F. DENOZZA, *Le società*, in *I cinquant'anni del Codice Civile. Atti del Convegno di Milano 4-6 giugno 1992*, I, Giuffrè, Milano, 1993, 231 ss.
- F. DENOZZA, *Verso il tramonto dell'“interesse sociale”?*, in *La dialettica degli interessi nella disciplina delle società per azioni*, a cura di A. Paciello, Jovene, Napoli, 2011, 77 ss.
- E. DELLA VALLE, V. FICARI, G. MARINI, *Il regime fiscale delle operazioni straordinarie*, Giappichelli, Torino, 2009.
- F. DEMARIGNY, *The Forum of European Securities Commissions (FESCO): an Answer to the Needs of a European Single Market for Financial Services*, in *Rev. écon. finan.*, 2000, vol. 60, n. 5, 125 ss.
- I. DEMURO, *Forme e progetto di fusione*, in *Trasformazione, fusione, scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 375 ss.
- I. DEMURO, *Fusioni e scissioni*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 5 ss.
- I. DEMURO, *Le recenti semplificazioni in materia di fusione e scissione, scritto presentato al convegno annuale dell'Associazione Orizzonti del diritto commerciale*, consultabile all'indirizzo www.orizzontideldirittocommerciale.it.
- F. DEZZANI, L. DEZZANI, *Principi contabili internazionali: le fusioni tra "società indipendenti". il metodo dell'acquisto (o purchase method)*, in *Fisco*, 2008, I, 9 ss.
- V. DI CATALDO, *Tutela delle minoranze e diritto al disinvestimento*, in *La tutela del socio e delle minoranze. Studi in onore di Alberto Mazzoni*, a cura di F. Barachini, Giappichelli, Torino, 2018, 67 ss.
- M. C. DI MARTINO, *Fusione e soluzioni concordate delle crisi*, Giappichelli, Torino, 2017.
- C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Corporate governance e comunicazione di informazioni privilegiate, Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 7 ss.

- C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *Issuers at Midstream: Disclosure of Multistage Events in the Current and in the Proposed EU Market Abuse Regime*, in *Eur. Comp. & Fin. L. Rev.*, 2012, vol. 9, n. 4, 484 ss.
- C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The Approval of the Prospectus: Competent Authorities, Notifications, and Sanctions*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 359 ss.
- C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The European Securities and Markets Authority: Accountability towards EU Institutions and Stakeholders*, 2013, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2350194>.
- C. DI NOIA, M. GARGANTINI, *The Market Abuse Directive Disclosure Regime in Practice: Some Margins for Future Actions*, in *Riv. soc.*, 2009, 782 ss.
- F. DI SABATO, *Capitale e responsabilità interna nelle società di persone*, Morano, Napoli, 1967.
- F. DI SABATO, *Diritto delle Società*, Giuffrè, Milano, 2003.
- F. DI SABATO, *Diritto delle Società*, Giuffrè, Milano, ed. 2, 2011.
- M. DI SARLI, *Commento sub 2501 c.c., 2504-bis e 2504-quater c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Egea, Milano, 2006.
- M. DI SARLI, *La continuità dei bilanci*, Egea, Milano, 2018.
- M. DI SIENA, *Fusioni acquisitive e principi contabili internazionali. Considerazioni tributarie minime a margine del (liquido) regime della riserva da business combination*, in *Riv. Not.*, 2014, 899 ss.
- D. DITTERT, *Commento sub art. 267 TFUE*, in *Codice dell'Unione Europea operativo*, a cura di C. Curti Gialdino, Simone, Napoli, 2012, 1926 ss.
- A. DOCTERS VAN LEEUWEN, F. DEMARIGNY, *Europe's securities regulators working together under the new EU regulatory framework*, in *J. Fin. Reg. & Comp.*, 2004, vol. 12, n. 3, 206 ss.
- A. DOMBRET, P.S. KENADJIAN, *The European Capital Markets Union: a viable concept and a real goal?*, De Gruyter, Berlin, 2015.
- G. DOMENICHINI, *Fusioni e scissioni — profili civilistici delle recenti evoluzioni della prassi*, in *Il contr. leg. dei conti*, 2001, 115 ss.
- N. EASTWAY, D. ELLIOTT, S. KENNEDY, C. BLUNDELL, C. COOK, *Practical Share Valuation*, Bloomsbury Professional, London, 2014.
- K. ENDO, *The Presidency of the European Commission under Jacques Delors: The Politics of Shared Leadership*, Palgrave Macmillan, Londra, 1999.

- E. ENGLE, *Global Norm Convergence: Capital Markets in U.S. and E.U. Law*, in *European Business L. Rev.*, 2010, vol. 21, 465 ss.
- L. ENRIQUES, *Brevi note in tema di espansione, finalità e limiti del diritto euro-unitario dei mercati finanziari*, in AA. VV., *A 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Markets Union?*, in Banca d'Italia, Quaderni Giuridici, n. 86/2019, 109 ss.
- L. ENRIQUES, *Il ruolo dei consigli di amministrazione delle società quotate italiane nell'era della disruptive innovation*, in *Banca impresa società*, 2017, 15 ss.
- L. ENRIQUES, *La governance delle autorità di vigilanza dei mercati finanziari: teoria, strategie normative e un'applicazione della Consob*, in *Giur. comm.*, 2013, I, 1153 ss.
- L. ENRIQUES, M. GATTI, *Is there a Uniform EU Securities Law After the Financial Services Action Plan?*, in *Stanford J. L. Bus. & Fin.*, 2008, vol. 14, n. 1, 43 ss.
- L. ENRIQUES, T. TRÖGER, *Issuer choice in Europe*, in *Cambridge L. J.*, 2008, 536 ss.
- L. ENRIQUES, S. GILOTTA, *Disclosure and financial market regulation*, in *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, a cura di N. Moloney, E. Ferran, J. Payne, Oxford University Press, Oxford, 2015.
- M. EREDE, *L'esercizio del diritto di intervento e voto in assemblea di società con titoli quotati: alcune riflessioni in tema di legittimazione e titolarità in seguito all'introduzione della record date*, in *Banca, borsa tit. cred.*, 2012, I, 59 ss.
- M. EREDE, *L'opposizione dei creditori*, in *Trasformazione, Fusione, Scissione*, diretto da A. Serra, Zanichelli, Bologna, 2014, 397 ss.
- M. EREDE, G. SANDRELLI, *Attivismo dei soci e investimento "short term": note critiche sul ruolo degli investitori professionali a margine del dibattito europeo sulla "corporate governance"*, in *Riv. soc.*, 2013, 931 ss.
- M.L. ERMETES, *Commento sub art. 180 TUF*, in *Il Testo Unico dell'intermediazione finanziaria*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milano, 1998, 979 ss.
- C.D. EWELL, *Rule 10b-5 and the Duty To Disclose Merger Negotiations in Corporate Statements*, consultabile all'indirizzo <https://digitalcommons.law.yale.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=7055&context=yjlj>.
- E.F. FAMA, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, in *J. Fin.*, 1970, vol. 25, n. 2, 383 ss.
- E.F. FAMA, *Market Efficiency, Long-Term Returns, and Behavioral Finance*, in *J. Fin. Econ.*, 1998, vol. 50, n. 3, 283 ss.

- E.F. FAMA, K.R. FRENCH, *The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence*, in *J. Econ. Perspectives*, 2004, vol. 18, n. 3, 25 ss.
- A. FANTOZZI, F. PAPARELLA, *Le operazioni straordinarie nelle imposte sui redditi*, in A. FANTOZZI, F. PAPARELLA, *Lezioni di diritto tributario dell'impresa*, Cedam, Padova, 2014.
- J. FARRELL, C. SHAPIRO, *Scale Economies And Synergies In Horizontal Merger Analysis*, in *Antitrust Law J.*, 2001, vol. 68, n. 3, 685 ss.
- E. FERRAN, *Building an EU Securities Market*, Cambridge University Press, Cambridge, 2004.
- F. FERRARA, F. CORSI, *Gli imprenditori e le società*, Giuffrè, Milano, 2011.
- G. FERRARINI, *Il testo unico della finanza 20 anni dopo*, in AA. VV., *a 20 anni dal TUF (1998-2018): verso la disciplina della Capital Markets Union?*, in Banca d'Italia, *Quaderni Giuridici*, n. 86/2019, 37 ss.
- G. FERRARINI, *L'informazione continua delle società quotate*, I ciclo di lezioni "Emilio Moar" tenutosi presso Università Cattolica del Sacro Cuore, ottobre 1993.
- G. FERRARINI, *La nuova disciplina europea in tema di abuso di mercato*, in *Riv. soc.*, 2004, 77 ss.
- G. FERRARINI, *The European Market Abuse Directive*, in *Common Market L. Rev.*, 2004, vol. 41, n. 3, 711 ss.
- G. FERRARINI, P. GIUDICI, *Transferable Securities and the Scope of the Prospectus Regulation – The Case of ICOs*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 129 ss.
- A. FERRELL, *The Case for Mandatory Disclosure in Securities Regulation around the World*, in *Brook. J. Corp. Fin. & Comp. L.*, 2007, vol. 2, 81 ss.
- G. FERRI SR., *La fusione delle società commerciali*, Società Editrice del Foro Italiano, Roma, 1936.
- G. FERRI SR., *Le società*, in *Trattato di diritto civile italiano*, diretto da F. Vassalli, Giappichelli, Torino, 1985.
- G. FERRI JR., *Fattispecie societaria e strumenti finanziari*, in *Riv. dir. comm.*, 2003, I, 806 ss.
- G. FERRI JR., *Fusione per incorporazione "parziale" tra "modificabilità e "scindibilità" del progetto*, in *Studi e Materiali*, 1995, n. 4, 430 ss.
- G. FERRI JR., *In tema di adozione di modificazioni statutarie durante il procedimento di fusione*, in *Notariato*, 2000, n. 3, I, 639 ss.
- G. FERRI JR., *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, Giuffrè, Milano, 1998.
- G. FERRI JR., *Situazioni giuridiche soggettive e disciplina societaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, 393 ss.

- G. FERRI JR., G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. 4, Torino, 2007, 229 ss.
- P. FERRO-LUZZI, *Riflessioni sulla riforma: la società per azioni come organizzazione del finanziamento di impresa*, in *Riv. dir. comm.*, 2005, 673 ss.
- L. FINK, *Larry Fink's 2020 Letter to CEOs: A Fundamental Reshaping of Finance*, 2020, consultabile all'indirizzo www.blackrock.com.
- H. FLEISCHER, K.U. SCHMOLKE, *The Reform of the Transparency Directive: Minimum or Full Harmonisation of Ownership Disclosure?*, in *Eur. Bus. Org. L. Rev.*, 2011, vol. 12, n. 1, 121 ss.
- G.M. FLICK, *Cumulo tra sanzioni penali e amministrative: doppio binario o binario morto? ("materia penale", giusto processo e ne bis in idem nella sentenza della Cedu 4 marzo 2014, sul market abuse)*, in *Riv. soc.*, 2014, 953 ss.
- G.M. FLICK, V. NAPOLEONI, *A un anno di distanza dall'affaire Grande Stevens: dal bis in idem alle pluribus unum?*, in *Riv. soc.*, 2015, 868 ss.
- G. FORESTIERI, *Corporate and Investment banking*, Egea, Milano, 2009.
- J. FORSSBÆCK, L. OXELHEIM, *The Oxford handbook of economic and institutional transparency*, Oxford University Press, Oxford, 2015.
- S. FORTUNATO, *Capitale e bilanci nella s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 1991, 178 ss.
- S. FORTUNATO, *Il controllo dei rischi: informativa del mercato e revisione contabile*, in *Riv. soc.*, 2009, 1095 ss.
- S. FORTUNATO, *Il diritto societario in prospettiva europea: principi generali e ricadute comunitarie*, in *Riv. soc.*, 1994, 426 ss.
- S. FORTUNATO, *La certificazione del bilancio*, Jovene, Bari, 1985.
- S. FORTUNATO, *L'evoluzione del diritto contabile in Europa come nuova partizione del sapere giuridico*, in *Giur. comm.*, 2018, I, 22 ss.
- S. FORTUNATO, *L'informazione non-finanziaria nell'impresa socialmente responsabile*, in *Giur. comm.*, 2019, I, 415 ss.
- M. M. FUMAGALLI, *Sviluppo della SPAC (Special Purpose Acquisition Company) in Italia. Un nuovo modo di fare private equity e di quotare le imprese in borsa*, Egea, Milano, 2017.
- F. FUNARI, *Conversione di azioni di risparmio in azioni ordinarie*. Nota a Trib. Torino, 24 novembre 2000, in *Società*, 2001, 991 ss.
- M. GAETA, sub art. 2501-bis, in *Codice commentato delle S.p.A.*, diretto da G. Fauceglia, G.

Schiano di Pepe, 2007, 1753 ss.

F. GALGANO, *L'impresa di gruppo*, in *Direzione e coordinamento di società*, a cura di F. Galgano, G. Sbrisà, in *Commentario del codice civile Scialoja-Branca-Galgano*, a cura di G. De Nova, Bologna, 2014, 1 ss.

F. GALGANO, *Società con titoli quotati in borsa* (ad vocem), in *Enc. giur.*, XXIX, Treccani, Roma, 1993.

D. GALLETTI, *Commento agli artt. 2437-2437 sexies c.c.*, in *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, vol. III, Cedam, Padova, 2005, 1464 ss.

D. GALLETTI, *Commento all'art. 2473 c.c.*, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di A. Maffei Alberti, vol. III, Cedam, Padova, 2005, 1903 ss.

D. GALLETTI, *Procedimento di fusione e "diritti individuali"*, nota a Trib. Verona, 24 marzo 1995, in *Giur. comm.*, 1996, II, 67 ss.

F.L. GAMBARO, *Brevi considerazioni in tema di c.d. due diligence*, in *Riv. dir. priv.*, 2006, 897 ss.

L. GAIANI, *Fusioni societarie: riporto perdite, consolidato fiscale e retrodatazione al vaglio dell'agenzia delle entrate*, in *Fisco*, 2019, 46, 4435 ss.

M. GARGANTINI, *Identificazione dell'azionista e legittimazione all'esercizio del voto nelle s.p.a. quotate*, Giappichelli, Torino, 2012, 242 ss.

M. GAREGNANI, *Profili di valutazione nelle operazioni di fusione: concambio e MLBO*, Milano, 2006.

G.M. GAREGNANI-A. PASCALI, *I compiti del comitato per il controllo interno e la revisione contabile definiti dall'art. 19 del d.lgs n. 39/2010, così come modificato dal d.lgs. n. 135/2016*, in *Riv. dott. comm.*, 2017, 243 ss.

F. GARRAMONE, *Una panoramica in tema di Special Purpose Acquisition Companies (SPAC)*, in *Banca impresa società*, 2020, 131 ss.

A. GENOVESE, *L'invalidità dell'atto di fusione*, Giappichelli, Torino, 1997.

A. GENOVESE, *La decorrenza dell'effetto e la retroattività contabile della fusione*, in *Riv. soc.*, 2000, 168 ss.

S. GERARDI, G. GRASSO, L. LO PÒ, *Gli altri obblighi. Lo schema scelto dal legislatore Ma resta il vincolo di comunicare il rinvio*, in *Il Sole 24 Ore*, 17 ottobre 2018.

C. GERNER-BEURLE, *United In Diversity: Maximum vs. minimum harmonisation in EU securities regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2012, vol. 7, n. 3, 317 ss.

F. GHEZZI, C. MOSCA, M.L. PASSADOR, *Rereading the "One Share One Vote Principle": Is It Also a Matter of Competition?*, in *University of Chicago Bus. L. Rev.*, 2022, vol. 1, n. 1, consultabile

all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=4067796>.

C. GHIGI, *Novità in tema di fusione e scissione: esonero dalla relazione degli esperti di cui all'art. 2501-sexies, comma 1, c.c.*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2010, 525 ss.

C.F. GIAMPAOLINO, *Azioni a voto maggiorato e azioni a voto plurimo*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 779 ss.

S. GIAVAZZI, *L'abuso di informazioni privilegiate*, in *Diritto penale delle società*, a cura di L.D. Cerqua, I, Cedam, Padova, 2010, 801 ss.

G. GIGANTE, A. CONSO, *Le SPAC in Italia. Stato di un fenomeno in evoluzione*, Egea, Milano, 2020.

G. GIGANTE, G.M. GUIDOTTI, *Do Chinese-focused U.S. listed SPACs perform better than others do?*, in *Investment Management and Financial Innovations*, 2021, vol. 18, n. 3, 229 ss.

S. GILOTTA, *Disclosure in Securities Markets and the Firm's Need for Confidentiality: Theoretical Framework and Regulatory Analysis*, in *European Business Organization Law Review*, 2012, vol. 12, 45 ss.

S. GILOTTA, *Il dialogo selettivo tra la società quotata e i suoi azionisti*, Giuffrè, Milano, 2022.

S. GILOTTA, *Il disinvestimento tramite quotazione: opportunità e limiti*, in *AGE*, 2021, 355 ss.

S. GILOTTA, *Le società quotate e l'informazione societaria*, in *Il Testo unico finanziario*, 2, *Mercati ed emittenti*, diretto da M. Cera, G. Presti, Giappichelli, Torino, 2020, 1477 ss.

S. GILOTTA, *Trasparenza e riservatezza nella società quotata*, Giuffrè, Milano, 2012.

S. GILOTTA, F. RAFFAELE, *Informazione privilegiata e "processi prolungati" dopo la Market Abuse Regulation*, in *Riv. soc.*, 2018, 83 ss.

R. GILSON, B.S. BLACK, *The Law and Finance of Corporate Acquisitions*, 1995, 312 ss.

R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency*, in *Virginia L. Rev.*, 1984, 549 ss.

R.J. GILSON, R.H. KRAAKMAN, *The Mechanism of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, in *J. Corp. Law.*, 2003, 716 ss.

R.J. GILSON, A. SCHWARTZ, *Constraints on Private Benefits of Control: Ex Ante Control Mechanisms versus Ex Post Transaction Review*, in *J. Inst. & Theor. Econ.*, 2013, vol. 169, n. 1, 160 ss.

G. GITTI, *Vecchi e nuovi confini dell'autonomia contrattuale*, in *Tradizione civilistica e complessità del sistema*, a cura di F. Macario, M. N. Minetti, Giuffrè, Milano, 2006, 391 ss.

R.S. GIVEN, *Economies of scale and scope as an explanation of merger and output diversification activities in the health maintenance organization industry*, in *J. Health Econ.*, 1996, vol. 15, 68 ss.

- D.L. GOELZER, *Disclosure of Preliminary Merger Negotiations - Truth or Consequences?*, in *Maryland L. Rev.*, 1987, vol. 46, n. 4, 974 ss.
- S. GROSSMAN, J. STIGLITZ, *Information and Competitive Price Systems*, in *American Economic Rev.*, 1976, vol. 66, n. 2, 246 ss.
- S. GRUNDMANN, *Regulatory competition in European company law — some different genius?*, in *Capital Markets in the Age of the Euro*, a cura di G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch, Kluwer, The Hague, 2002, 561 ss.
- P. GUALTIERI, *Le fusioni di società quotate: la recente esperienza italiana*, Il Mulino, Bologna, 1990.
- L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 1998.
- L. GUATRI, M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Egea, Milano, 2009.
- L. GUATRI, V. UCKMAR, *Linee guida per le valutazioni economiche. Un contributo alla società italiana e alla giustizia in sede civile, penale e fiscale*, Egea, Milano, 2009.
- F. GUERRERA, *La scissione tra proprietà e voto nella s.p.a.: doveri, abusi, rimedi*, in *Giur. comm.*, 2017, I, 203 ss.
- F. GUERRERA, *Trasformazione, fusione e scissione*, in *Diritto delle società di capitali. Manuale breve*, a cura di N. Abriani et al., Giuffrè, Milano, 2012.
- L. GUERRINI, *Il procedimento di fusione*, in *La fusione*, a cura di S. Cacchi Pessani, Giappichelli, Torino, 2019, 1 ss.
- P. GUIDA, *La revoca della delibera di fusione*, in *Notariato*, 2005, 41 ss.
- R. GUIDOTTI, *sub. art. 125-bis*, in *Commentario breve al testo unico della finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 974 ss.
- G. GUIZZI, *Gli azionisti e l'assemblea nelle società quotate tra mito e realtà*, in *Riv. dir. soc.*, 2011, 2 ss.
- D.D. HADDOCK, J.R. MACEY, F.S. MCCHESENEY, *Property Rights in Assets and Resistance to Tender Offers*, in *Virginia L. Rev.*, 1987, vol. 73, n. 4, 701 ss.
- J.L. HANSEN, *Article 9: Legitimate behaviour*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 269 ss.
- J.L. HANSEN, *MAD in A Hurry: The Swift and Promising Adoption of the EU Market Abuse Directive*, in *Eur. Bus. L. Rev.*, 2004, vol. 15, n. 2, 183 ss.
- J.L. HANSEN, *Market Abuse Case Law: Where do we stand with MAR?*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2017, 369.
- J.L. HANSEN, *Issuer's duty to disclose inside information*, in *ERA Forum*, vol. 18, 2017, 10 ss.

J.L. HANSEN, *The Hammer and the Saw - A Short Critique of the Recent Compromise Proposal for a Market Abuse Regulation*, *Nordic & European Company Law Review*, 2012, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2193871>.

J.L. HANSEN, *The New Proposal for a European Union Directive on Market Abuse*, in *Univ. Penn. J. Int'l Econ. L.*, 2002, vol. 23, n. 2, 241 ss.

J.L. HANSEN, *Say When: When must an issuer disclose inside information?*, *Nordic & European Company Law Working Paper No. 16-03; University of Copenhagen Faculty of Law Research Paper No. 2016-28*, 19 settembre 2016, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=2795993>.

J.L. HANSEN, D. MOALEM, *The MAD disclosure regime and the twofold notion of inside information: the available solution*, in *Capital Markets L. J.*, 2009, 328 ss.

L.A. HAMERMESH, *Premiums in Stock-for-Stock Mergers and Some Consequences in the Law Of Director Fiduciary Duties*, in *University of Pennsylvania L. Rev.*, 2003, vol. 152, n. 2, 881 ss.

L. HARRIS, *Trading and Exchanges. Market Microstructure for Practitioners*, Oxford University Press, Oxford- New York, 2003.

N. HASHIMZADE, G. MYLES, J. BLACK, *Bid-ask spread, A Dictionary of Economics*, Oxford University Press, Oxford, 2017.

T.L. HAZEN, *Rumor Control and Disclosure of Merger Negotiations or Other Control-related Transactions: Full Disclosure or "No Comment"-the Only Safe Harbors*, *Maryland L. Rev.*, 1987, vol. 46, n. 4, 954 ss.

T.L. HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, West Academic Publishing, 8th Edition, 2021.

G. HERTIG, R. LEE, *Four Predictions about the Future of EU Securities Regulation*, in *J. Corp. Law Studies*, 2003, vol. 3, n. 2, 359 ss.

C. HILL, *Conglomerate Performance over the Economic Cycle*, in *J. Industrial Econ.*, 1983, vol. 32, n. 2, 197 ss.

C.A. HILL, B.J.M., SOLOMON *Mergers and Acquisitions: Law, Theory, and Practice*, St. Paul, 2016.

D. HIRSHLEIFER, *Investor Psychology and Asset Pricing*, in *J. Fin.*, 2001, vol. 56, n. 4, 1533 ss.

J. HOLLAND, *Private Voluntary Disclosure, Financial Intermediation and Market Efficiency*, in *J. Bus. Fin. & Accounting*, 1998, vol. 25, n. 1-2, 29 ss.

K.J. HOPT, C. KUMPAN, *Insidergeschäfte und Ad-hoc-Publizität bei M&A: Unternehmenskäufe und Übernahmeangebote und Marktmissbrauchsverordnung (MAR)*, in *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht*, 2017, vol. 46, n. 6, 756 ss.

A. HORWICH, *An Inquiry into the Perception of Materiality as an Element of Scienter Under SEC Rule*

- 10b-5, in *Business Lawyer*, 2011, vol. 67, n. 1, 1 ss.
- M. HOWARD MORSE, *Vertical mergers: Recent learning*, in *Business Lawyer*, 1998, vol. 53, 1217 ss.
- M. HOUBEN, *Operazioni con parti correlate e governo societario*, Giuffrè, Milano, 2020.
- H.T.C. HU, *The disclosure paradigm: conventional understandings and modern divergences*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, curato da D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 23 ss.
- C. IBBA, *Scissione, scorporo e società unipersonali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, 701 ss.
- M. IRRERA, *Assetti organizzativi adeguati e governo delle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2005.
- P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 798 ss.
- M.C. JENSEN, R.S. RUBACK, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, in *J. Fin. Econ.*, 1983, 5 ss.
- C.J. JOHNSON, J. MCLAUGHLIN, E.S. HAUETER, *Corporate finance and the securities laws*, Wolters Kluwer, New York, 2015.
- F. JOVANOVIĆ, *A comparison between qualitative and quantitative histories: the example of the efficient market hypothesis*, in *J. Econ. Methodology*, 2018, vol. 25, n. 4, 291 ss.
- W. KELLY, *Fraud-on-the-Market Class Certification: Theory, Tolling and Materiality*, in *Defense Counsel J.*, 2013, vol. 80, n. 3, 307 ss.
- D. KIGSEN, J. QIAN, W. SONG, *Are Fairness Opinions Fair? The Case of Mergers and Acquisitions*, in *J. Fin. Econ.*, vol. 91, n. 2, 2009.
- M. KLAUSNER, M. OHLROFFE, E. RUAN, *A Sober Look at SPACs*, Stanford Law and Economics Olin Working Paper n. 559, 2020, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3720919>.
- L. KLÖHN, *Inside information without an incentive to trade? What's at stake in 'Lafonta v AMF'*, in *Capital Markets L. J.*, vol. 10, n. 2, aprile 2015, 162 ss.
- L. KLÖHN, *Kölner Kommentar zum WpHG*, 2. Auflage, 2014, 51 ss.
- F. KOCH, *Disclosure of Inside Information*, in *European Capital Markets Law*, a cura di R. Veil, Hart Publishing, Oxford, Portland-Oregon, 2017.
- J. KOCH, *Die Ad-hoc-Publizität: Veröffentlichungs- oder Wissensorganisationspflicht?*, in *Die Aktiengesellschaft*, 2019, vol. 64, n. 8, 273 ss.
- T. KOLLER, M. GOEDHART, D. WESSEL, *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, Hoboken, 2005.
- R. KRAAKMAN, *Taking Discounts Seriously: The Implications of "Discounted" Share Prices as an*

- Acquisition Motive*, in *Columbia L. Rev.*, 1988, vol. 88, n. 5, 891 ss.
- H. KRAUSE, M. BRELLOCKS, *Insider trading and the disclosure of inside information after Gelll v Daimler – A comparative analysis of the ECJ decision in the Gelll v Daimler case with a view to the future European Market Abuse Regulation*, in *Capital Markets L. J.*, 2013, 296 ss.
- L. LA BATTAGLIA, *Fusione societaria e legittimazione processuale della società fusa o incorporata*, in *Corr. giur.*, 2021, 1301 ss.
- R. LA PORTA, F. LOPEZ DE SILANES, A. SHLEIFER, R.W. VISHNY, *Legal Determinants of External Finance*, in *J. Fin.*, 1997, vol. 52, n. 3, 1131 ss.
- U. LA PORTA, *Gli effetti dell'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese tra vecchia e nuova disciplina*, in *Riv. not.*, 1992, II, 651 ss.
- S. LABORY, *Società, operazioni straordinarie su*, (ad vocem), in *Dizionario di Economia e Finanza Treccani*, 2012, consultabile all'indirizzo www.treccani.it.
- M. LAMANDINI, *Struttura finanziaria e governo nelle società di capitali*, Il Mulino, Bologna, 2001.
- L. LAMBERTINI, sub art. 2501-quater, in *La riforma del diritto societario*, vol. IX, a cura di G. Lo Cascio, Giuffrè, Milano, 2003, 359 ss.
- K. LANNOO, M. LEVIN, *Securities market regulation in the EU: everything you always wanted to know about the Lamfalussy procedure*, in *Centre for European Policy Studies*, aprile 2004.
- A. LAUDONIO, *Informazioni privilegiate: nuove istruzioni per l'(ab)uso*, in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2015.
- F. LAURINI, *Commento sub art. 2502 c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, 641 ss.
- F. LAURINI, *Funzione informativa del progetto di fusione (Nota a Trib. di Udine, 26 marzo 1992)*, in *Società*, 1992, 1104 ss.
- F. LAURINI, *La funzione informativa del progetto di fusione*, in *Società*, 1992, n. 8, 1102 ss.
- F. LAURINI, *Progetto di fusione e flessibilità del procedimento*, in *Notariato*, 2000, n. 6, 587 ss.
- G. LAURINI, *La fusione*, in *Riv. not.*, 1991, I, 577 ss.
- G. LAURINI, *La scissione*, in *Riv. not.*, 1991, I, 610 ss.
- W. LAZONIK, *The Functions of the Stock Market and the Fallacies of Shareholder Value*, Institute for Economic Thinking, Working Papers, n. 58, July 20, 2017, 1 ss., consultabile all'indirizzo https://www.ineteconomics.org/uploads/papers/WP_58-Lazonick-Functions-Fallacies-REVISED-20170720.pdf.

- H. LE NEBASQUE, *À propos de la conversion d'actions en actions d'une autre catégorie*, in *Bull. Joly Sociétés*, 2018, 302 ss.
- P. LEOCANI, *Omission of Information, Incorporation by Reference, Publication, and Language of the Prospectus*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 355 ss.
- C. LEUZ, D. NANDA, P.D. WYSOCKI, *Earnings management and investor protection: An international comparison*, in *J. Fin. Econ.* 2003, vol. 69, n. 3, 50 ss.
- C. LEUTZ, R.E. VERRECCHIA, *The Economic Consequences of Increased Disclosure*, in *J. Acct' Research*, 2000, vol. 38, 91 ss.
- M. LIBERTINI, *La funzione di controllo nell'organizzazione della società per azioni con particolare riguardo ai c.d. sistemi alternativi*, in *Dialogo sul sistema dei controlli nelle società*, a cura di P. Abbadessa, Torino, 2015, 13 ss.
- B. LIBONATI, *Rapporto di cambio e fusione di società per azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 1979, II, 114 ss.
- B. LIBONATI, *Scritti giuridici*, Giuffrè, Milano, 2011.
- K. LIEVERSE, *The Obligation to Publish a Prospectus and Exemptions*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 145 ss.
- G. LOMBARDI, *Riflessioni a margine di un'operazione di fusione: conflitto di interesse, rapporto di cambio, assemblee speciali e merger leveraged buy out (Nota a Trib. Milano, 9 ottobre 2002)*, in *Corr. giur.*, 2003, 206 ss.
- S. LOMBARDO, *AIM, SPAC, equity-crowdfunding e private placement. La raccolta di capitale di rischio fra formazione del capitale e protezione degli investitori*, in *AGE*, 2021, 31 ss.
- S. LOMBARDO, *I sondaggi di mercato: prime riflessioni*, in *Società*, 2016, 159 ss.
- S. LOMBARDO, *L'informazione privilegiata*, in *Società*, 2016, 147 ss.
- E. LOMNICKA, *The Internal Financial Market and Investment Services*, in *EC Financial Market Regulation and Company Law*, a cura di M. Andenas & S.K. Slade, Sweet & Maxwell, London, 1993, 82 ss.
- L. LOSS, J. SELIGMAN, A. PAREDES, *Fundamentals of Securities Regulation*, Wolters Kluwer, New York, 1998.
- R. LOWENSTEIN, *Review / Books: Greed Isn't Good*, in *Wall Street Journal*, 11 aprile 2003, W.1.
- P. LUCANTONI, *L'informazione da prospetto. Struttura e funzione nel mercato regolato*, Giuffrè, Milano, 2020.

- P. LUCANTONI, *Prospectus Directive*, in *European Financial Services Law, Article by Article Commentary*, a cura di M. Lehmann, K. Kumpan, Nomos, Bonn, 2019, 941 ss.
- P. LUCARELLI, *La scissione*, in *Fusioni e scissioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 326 ss.
- P. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompiuta*, in *Riv. soc.*, 2004, 1343 ss.
- P. LUCARELLI, *Rapporto di cambio incongruo, invalidità della fusione e rimedi: una relazione ancora da esplorare*, in *Riv. dir. comm.*, 2001, II, 269 ss.
- I. LUCATI, *Prospetto per l'offerta pubblica o l'ammissione alla negoziazione di strumenti finanziari*, in *Obbligazioni e contratti*, 2007, 555 ss.
- G. LUCCHINI, A. ABRIANI, *Valutazione d'azienda*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 71 ss.
- G. LUCCHINI, M. SCARPELLI, *Origine delle operazioni di finanza straordinaria*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 29 ss.
- J. LUMB, *Chamber urges SEC to keep focus on materiality in disclosure reform initiative*, in *SEC No - Action Letter Weekly*, 2016, vol. 22, n. 46, 1 ss.
- R. LUPI, *Diritto tributario, Parte speciale*, 6ª edizione, Giuffrè, Milano, 2000, 185 ss.
- J.R. MACEY, G.P. MILLER, *Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-Market Theory*, in *Stanford L. Rev.*, 1990, vol. 42, n. 4, 1059 ss.
- H.G. MANNE, *Mergers and the market for corporate control*, in *J. Political Economy*, 1965, 110 ss.
- F. MAGLIULO, *Clamoroso revirement della Cassazione sulla natura giuridica della fusione*, in *Notariato*, 2021, 513 ss.
- F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Ipsoa, Milano, 2005.
- F. MAGLIULO, *La fusione nelle società*, Ipsoa, Milano, ed. 2, 2012.
- F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva sulla semplificazione del procedimento di fusione e scissione*, in *Il nuovo diritto delle società*, 2013, n. 17, 66 ss.
- O. MAISCOCQ, F. VARONE, *The Lamfalussy reform in the EU securities markets: fiduciary relationships, policy effectiveness and balance of power*, in *J. Public Policy*, 2008, vol. 28, n. 1, 19.
- P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, 17 ss.
- P. MARCHETTI, *Dalla Business Roundtable ai lavori della British Academy*, in *Riv. soc.*, 2019, 130 ss.
- P. MARCHETTI, *Il crescente ruolo delle autorità di controllo nella disciplina della società quotate*, in *Riv.*

soc., 2016, 33 ss.

P. MARCHETTI, *Il nuovo codice di autodisciplina delle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2020, 268 ss.

P. MARCHETTI, *L'autonomia statutaria nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 2000, 562 ss.

P. MARCHETTI, *Il voto maggiorato nelle società quotate*, in *Governo societario*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2016.

P. MARCHETTI, *Osservazioni e materiali sul voto maggiorato*, in *Riv. soc.*, 2015, 448 ss.

P. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 209 ss.

P. MARCHETTI, *Sull'informativa preconsigliare e sulla sua possibile complessità*, in AA. VV., *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati. In ricordo di Guido Rossi*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020.

V. MARTÌ MOYA, *La fase preliminare delle operazioni di fusione e scissione: configurazione giuridica del progetto e responsabilità precontrattuale*, in *Riv. dir. impr.*, 2009, 63 ss.

R. MARTIN, T. NISAR, *Activist investment: Institutional investor monitoring of portfolio companies*, in *Management Decision*, 2007, vol. 45, n. 5, 827 ss.

M. MAUGERI, *Azioni di risparmio e assemblee di categoria: prime note sul coordinamento tra t.u.f. e nuovo diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 1292 ss.

M. MAUGERI, *Considerazioni sul sistema delle competenze assembleari delle s.p.a.*, in *Riv. soc.*, 2013, 336 ss.

M. 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, Utet, Torino, 2011, 541 ss.

M. MAUGERI, *Informazione non finanziaria e interesse sociale*, in *Riv. soc.*, 2019, 992 ss.

M. MAUGERI, *Lo statuto delle società che fanno ricorso al mercato del capitale di rischio*, in *Il Testo Unico finanziario*, diretto da M. Cera, G. Presti, tomo II, *Mercati ed emittenti*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1277 ss.

M. MAUGERI, *Partecipazione sociale e attività di impresa*, Giuffrè, Milano, 2010.

M. MAUGERI, *Partecipazione sociale, quotazioni di borsa e valutazione delle azioni*, in *Riv. dir. comm.*, 2014, I, 93 ss.

M. MAUGERI, *Record date e "nuova" inscindibilità della partecipazione azionaria*, in *Riv. dir. comm.*, 2011, I, 107 ss.

M. MAUGERI, *Regole autodisciplinari e governo societario*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 88 ss.

- S. MAZZARELLA, sub art. 113, in *Commentario al testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di G. Alpa e G. Capriglione, Cedam, Padova, 1998.
- M. MAZZEO, *La responsabilità da prospetto*, in *Resp. civ.*, 2007, 6 ss.
- R.W. MELICHNER, D.F. RUSH, *The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risks and Return Experience*, in *J. Finance*, 1973, vol. 28, 381 ss.
- G. MEO, *L'amministrazione delle società quotate*, in *Il testo unico finanziario*, diretto da M. Cera e G. Presti, Zanichelli, Bologna, 2020, II, 1813 ss.
- G. MERUZZI, *I flussi informativi endosocietari nella società per azioni*, Cedam, Padova, 2012.
- L. MIOTTO, *La cessazione dell'incarico di revisione legale per revoca, dimissioni e risoluzione consensuale*, in *Riv. soc.*, 2015, 40 ss.
- M. MISCALI, *Abuso del diritto tributario e "normali logiche di mercato"*, in *Corr. Trib.*, 2017, 940 ss.
- M. MISCALI, *Contributo allo studio dell'abuso del diritto tributario*, in *Dir. e prat. trib.*, 2017, I, 1385 ss.
- L.A. MISEROCCHI, *La fusione*, in AA. VV. *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, a cura di S. Rossi, Milano, 2003, 375 ss.
- S. MOCK, *History, Application, Interpretation, and Legal Sources of the Market Abuse Regulation*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo e S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017.
- G.G. MOGLIA, N. RISTUCCIA, *La fusione di società con azioni quotate in borsa. Aspetti giuridici*, in CONSOB, *Quaderni di finanza*, n. 7, Roma, 1993.
- N. MOLONEY, *EC Securities Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2002.
- N. MOLONEY, *EU Securities and Financial Markets Regulation*, Oxford University Press, Oxford, 2014.
- P. MONTALENTI, *Abusi di mercato e procedimento Consob: il caso Grande Stevens e la sentenza CEDU*, in *Giur. comm.*, 2015, I, 483.
- P. MONTALENTI, *Corporate governance: raccomandazioni Consob e prospettive di riforma*, in *Riv. soc.*, 1997, 731 ss.
- P. MONTALENTI, *Corporate governance, sistema dei controlli interni e ruolo della Consob: da garante della trasparenza a presidio della correttezza della gestione?*, in *Riv. soc.*, 2015, 120 ss.
- P. MONTALENTI, *Il conflitto di interesse nella riforma del diritto societario*, in G. CIAN, *Le grandi opzioni della riforma del diritto e del processo societario*, Cedam, Padova, 2004, 197 ss.

- P. MONTALENTI, *Investitori istituzionali e gruppi di società: i flussi informativi*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 61 ss.
- P. MONTALENTI, *L'informazione e il diritto commerciale: principi e problemi*, in *Riv. dir. civ.*, 2015, I, 779 ss.
- P. MONTALENTI, *La società quotata*, Cedam, Padova, 2004.
- P. MONTALENTI, *Le società per azioni a dieci anni dalla riforma: un primo bilancio*, in *Riv. soc.*, 2014, 403 ss.
- M. MONTANARI, *Il principio di parità di trattamento fra disciplina del mercato mobiliare e diritto delle società*, in *Giur. comm.*, 1996, I, 899 ss.
- R. MONTI, *Post-merger integration*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 535 ss.
- A. MORANO, *La nuova disciplina delle fusioni*, in *Società*, 1991, 912 ss.
- C. MOSCA, *Comunicazione selettiva dagli amministratori agli azionisti e presidi a tutela del mercato*, in *Riv. soc.*, 2018, 29 ss.
- C. MOSCA, *Director–Shareholder Dialogues Behind the Scenes: Searching for a Balance Between Freedom of Expression and Market Fairness*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2018, vol. 15, n. 4, 805 ss.
- C. MOSCA, *Il sottile confine tra informazioni interne e informazioni privilegiate*, in *Il caleidoscopio dell'informazione nel diritto societario e dei mercati*, a cura di P. Marchetti, F. Ghezzi, R. Sacchi, Giuffrè, Milano, 2020, 177 ss.
- C. MOSCA, *La maggioranza del voto, il presupposto dell'obbligo di offerta pubblica di acquisto e le altre novità in materia di soglie opa*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2015, 86 ss.
- G.D. MOSCO, C.A. NIGRO, *I doveri fiduciari alla prova del capitalismo finanziario*, in *AGE*, 2021, 257 ss.
- F. MUCCIARELLI, *Commento sub art. 180-184 TUF*, in *Comm. breve leggi pen. complementari*, a cura di Palazzo e Paliero, Cedam, Padova, 2007, 713 ss.
- F. MUCCIARELLI, *Gli abusi di mercato riformati e le persistenti criticità di una tormentata disciplina: osservazioni a prima lettura sul decreto legislativo 10 agosto 2018, n. 107*, 10 ottobre 2018, consultabile all'indirizzo dirittopenalecontemporaneo.it.
- F.M. MUCCIARELLI, *Sulla parità di trattamento nelle società quotate*, in *Riv. soc.*, 2004, 180 ss.
- F.M. MUCCIARELLI – S. LOMBARDO, *Market Soundings: The Interaction between Securities Regulation and Company Law in the United Kingdom and Italy*, 3 agosto 2017, consultabile all'indirizzo

<http://ecgi.global/working-paper/market-soundings-interaction-between-securities-regulation-and-company-law-united>.

G. MUCCIARRONE, *L'opposizione alla fusione di società: interesse sociale, ragione dei creditori, sana e prudente gestione della banca*, Milano, 2014.

P. MUELBERT, A. SANJONOVITS, *The Inside Information Regime of the MAR and the Rise of the ESG Era*, 29 ottobre 2020, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3719944>.

E. MULAS PELLERANO, *Scissione di società e tutela dei creditori*, *Riv. not.*, 1993, 369 ss.

D.C. MUELLER, *The Corporation: Growth, Diversification, And Mergers*, Harwood Academic Publishers, Chur-New York, 1987.

M. MUSCARIELLO, S. SANTANGELO, *Delibere sociali in pendenza di fusione: ammissibilità e incidenza sul procedimento*, in *Consiglio Nazionale del Notariato - Studi e materiali*, 2009, n. 2, 550 ss.

L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, Giuffrè, Milano, 2014.

F. MUNARI, P. TERRILE, *The Centros Case and the Rise of an EC Market for Corporate Law*, in *Capital Markets in the Age of the Euro*, a cura di G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch, Kluwer, The Hague, 2002, 529 ss.

F. MUNARI, P. TERRILE, *The Centros Case and the Rise of an EC Market for Corporate Law*, in *Capital Markets in the Age of the Euro*, a cura di G. Ferrarini, K.J. Hopt, E. Wymeersch, Kluwer, The Hague, 2002, 529 ss.

A. MUNARI, M. CHIAIA, *Trasferimento di partecipazione azionaria rilevante ed obblighi di informazione al pubblico in relazione alla normativa sull'insider trading*, in *Giur. comm.*, 1993, I, 625 ss.

K. NAUGHTON, in *Newsweek*, 5 agosto 2002, 24.

U. NOBILE, E. SILVA, *La due diligence*, in *Mergers & Acquisitions*, a cura di M. Dallochio, G. Lucchini, C. Pirrone, Egea, Milano, 2021, 177 ss.

R. NOBILI, M. VITALE, *La riforma delle società per azioni*, Giuffrè, Milano, 1975.

M. NOTARI, *Contratto e regolamentazione della quotazione in borsa*, in *Riv. dir. priv.*, 2003, 493 ss.

M. NOTARI, *Gli aumenti di capitale nelle società quotate*, Relazione presentata al Convegno "Le operazioni sul capitale sociale organizzato dalla Fondazione Italiana per il Notariato", tenutosi a Milano il 29 marzo 2008.

M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, in AA. VV. *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli statutari*, Ipsoa, Milano, 2003, 54 ss.

- M. NOTARI, *Relazione introduttiva in tema di azioni proprie nelle operazioni sul capitale e nelle operazioni straordinarie*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Giuffrè, Milano, 2008, 310 ss.
- M. NOTARI, sub art. 2346, commi 1 - 5, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Azioni*, a cura di M. Notari, Egea-Giuffrè, Milano, 2008, 3 ss.
- M. NOTARI, sub art. 119, in *La disciplina delle società quotate. Commentario*, a cura di P. Marchetti, L.A. Bianchi, Egea-Giuffrè, Milano, 1999, 753 ss.
- M. O'ROURKE, *The Value of Reputation*, in *Risk Management*, 2012, vol. 59, n. 3, 52 ss.
- P. ONIDA, *Le dimensioni del capitale d'impresa. Concentrazioni, trasformazioni, variazioni di capitale*, Giuffrè, Milano, 1951.
- G. OPPO, *Fusione e scissione delle società secondo il d. lg. 1991 n. 22: profili generali*, in *Riv. dir. civ.*, 1991, II, 502 ss.
- R. ORIANI, *L'opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Giuffrè, Milano, 2011.
- J. PAYNE, *Disclosure of inside information*, *Law Working Paper n. 422/2018*, 1 ss., consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3244401>.
- M. PANDIMIGLIO, *Le nuove modifiche al codice civile in materia di operazioni straordinarie tra imprese: la riduzione degli obblighi di informazione in caso di fusioni e scissioni societarie*, in *Nuove leggi civ. comm.*, 2013, 155 ss.
- F. PARMEGGIANI, *I problemi regolatori del rating e la via europea alla loro soluzione*, in *Banca impresa società*, 2010, 459 ss.
- C. PASQUARIELLO, sub art. 113, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 843 ss.
- C. PASQUARIELLO, sub art. 117-bis, in *Commentario breve al Testo Unico della Finanza*, diretto da V. Calandra Buonauro, Wolters Kluwer Italia, Milano, 2020, 897 ss.
- M.L. PASSADOR, *In Vogue Again: The Re-Rise of SPACs in the IPO market*, University of Luxembourg Law Working Paper, 005-2021, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3820957>.
- M.L. PASSADOR, *Le funzioni del presidente del consiglio di amministrazione nelle società per azioni*, Egea, Milano, 2021.
- M.L. PASSADOR, *Su alcuni recenti sviluppi dell'autodisciplina*, in *Riv. soc.*, 2020, 302 ss.

- G. PELLATI, *Congruità del rapporto di cambio nella fusione di due banche quotate*, in *Contabilità, Finanza e Controllo*, 2011, 871 ss.
- F. PEPE, *Studio sulle fusioni di imprese di società per azioni*, Milano, 1967.
- R. PEROTTA, L. BERTOLI, *Assetti organizzativi, piani strategici, sistema di controllo interno e gestione dei rischi. La corporate governance a dieci anni dalla riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, n. 4, 2013, 876 ss.
- R. PEROTTA, L. BERTOLI, *Le operazioni straordinarie – Conferimento d'azienda e di partecipazioni, fusione e scissione*, Giuffrè, Milano, 2015.
- R. PEROTTA, L. BERTOLI, *Operazioni straordinarie e patrimonio netto nel bilancio redatto secondo i principi contabili internazionali*, in *Giur. comm.*, 2009, n. 5, II, 938 ss.
- R. PEROTTA, G. STRAMPELLI, *L'applicabilità dell'IFRS 3 in caso di passaggio dal controllo solitario al controllo congiunto. La rappresentazione contabile della successiva fusione tra società sotto il comune controllo*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 45 ss.
- M. PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, in *Riv. soc.*, 2003, 518 ss.
- M. PERRINO, *sub artt. 2501-ter, quater e quinquies*, in *Società di capitali – Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno d'Alcontres, Napoli, 2004, 1955 ss.
- B. PETRAZZIONI, *sub art. 2364*, in *Il nuovo diritto societario*, diretto da G. Cottino *et al.*, tomo 1, Zanichelli, Bologna, 2004, 473 ss.
- G.G. PETTARIN, *Acquisizione, Fusione e Scissione di Società*, Giuffrè, Milano, 1992.
- A. PICCIAU, *Osservazioni sulle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, in *Giur. it.*, 1991, 496 ss.
- C. PICCIAU, *Diffusione di giudizi inesatti nel mercato finanziario e responsabilità delle agenzie di rating*, Egea, Milano, 2018.
- L. PICARDI, *Il rating fra crisi e riforma dei mercati finanziari*, in *Riv. dir. civ.*, 2009, 713 ss.
- L. PICONE, *Trattative, due diligence e obblighi informativi delle società quotate*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, I, 234 ss.
- A. PIETRANCOSTA, *Article 17: Public disclosure of inside information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventrizzo, S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 361 ss.
- M. PINARDI, *Le opposizioni dei creditori nel nuovo diritto societario*, Milano, 2006.
- G. PISTORIO, *L'interpretazione e i giudici. Il caso dell'interpretazione conforme al diritto dell'Unione Europea*, ESI, Napoli, 2012.

- G. PLASMATI, *Il problema dei resti nelle s.p.a.*, in *Contr. impr.*, 2007, 208 ss.
- G.B. PORTALE, *Clausole di "retroattività" e bilanci nelle fusioni di società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1983, 1296 ss.
- G.B. PORTALE, *Conversione automatica al momento della quotazione di azioni di altra categoria in azioni di risparmio*, in *Riv. soc.*, 1986, 569 ss.
- G.B. PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni (appunti)*, in *Riv. soc.*, 1978, 305 ss.
- G.B. PORTALE, *Il diritto societario tra diritto comparato e diritto straniero*, in *Riv. soc.*, 2013, 325 ss.
- G.B. PORTALE, *Rapporti fra assemblea e organo gestorio nei sistemi di amministrazione*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa-G.B. Portale, vol. 4, Giappichelli, Torino, 2007, 10 ss.
- N. POSER, *Automation of Securities Markets and the EC's Proposed Investment Services Directive*, in *Law and Contem. Probs.*, 1992, vol. 55, 29 ss.
- L. POTTO, *La nuova informazione nelle fusioni di società*, in AA. VV., *Scritti in onore di Carlo Masini*, III, Milano, 1993.
- G. PRESTI, *La riforma e le società quotate*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2004, 41 ss.
- A.C. PRITCHARD, *Securities law in the Roberts court: agenda or indifference?*, in *J. Corp. L.*, 2011, vol. 37, n. 2, 105 ss.
- L. PURPURA, *Assemblee speciali e pregiudizio rilevante ai diritti di una categoria di azioni*. Nota a Trib. Vicenza, 10 febbraio 2003, in *Banca borsa tit. cred.*, 2004, 574 ss.
- L.M. QUATTROCCHIO, G. SASSI, *La fusione tramite indebitamento e la relazione dell'esperto - Merger Leveraged Buyout and Expert Report*, in *Nuovo Dir. Soc.*, 2016, n. 10, 15 ss.
- J. RAHMAN *et al.*, *Factors Affecting the Accuracy of Analysts' Forecasts: a Review of the Literature*, in *Academy of Accounting and Financial Studies J.*, 2019, vol. 23, n. 3, 1 ss.
- D. REGOLI, *Ammissione alla quotazione in borsa e obbligo di pubblicazione del prospetto informativo: dispense e deroghe*, in *Contr. Impr. / Europa*, 1996, 398 ss.
- D. REGOLI, *Poteri di informazione e controllo degli amministratori non esecutivi*, in *Società, banche e crisi di impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, vol. 2, Utet, Torino, 2014, 1146 ss.
- N. REICHMAN, *Breaking Confidence: Organizational Influences on Insider Trading*, in *Sociological Quarterly*, 1989, vol. 30, n. 2, 185 ss.
- G.A. RESCIO, *La fusione e la scissione*, in *Trattato delle società a responsabilità limitata*, diretto da C. Ibba, G. Marasà, Cedam, Padova, 2015, 165 ss.
- M. RIGOTTI, *La disciplina dell'informazione societaria*, in *Intermediari finanziari, mercati e società*

quotate. *Commento sistematico al «Testo Unico» delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di A. Patroni Griffi, M. Sandulli, V. Santoro, Giappichelli, Torino, 1999.

W.G. RINGE, *Investor-led Sustainability in Corporate Governance*, ECGI Law Working Paper 615, 2021, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3958960>.

J. R. RITTER, I. WELCH, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, in *J. Finance*, 2002, vol. 57, n. 4, 1795 ss.

P. RIVA, *Ruoli di corporate governance. Assetti organizzativi e DNF*, Egea, Milano, 2020.

G.C.M. RIVOLTA, *Sulle tipologie partecipative nel nuovo diritto delle società*, in *Società, banche e crisi d'impresa. Liber amicorum Pietro Abbadessa*, 1, Utet, Torino, 2014, 423 ss.

I.J. ROBINSON, *WorldCom-Enron-Adelphia-Tyco et al.: guidelines and cautions for persons serving as directors of corporations - public or private*, in *Int'l Bus. Lawyer*, 2002, vol. 30, n. 8, 339 ss.

R. ROLL, *The Hubris Hypothesis on Corporate Takeovers*, in *J. Business*, 1986, vol. 59, n. 2, 176 ss.

R. ROMANO, *Empowering Investors: A Market Approach to Securities Regulation*, in *Yale Law J.*, vol. 107, n. 8, 1998, 2359 ss.

R. RORDORF, *Importanza e limiti dell'informazione nei mercati finanziari*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 773 ss.

R. RORDORF, *La nuova disciplina della fusione e della scissione delle società*, in *Società*, 1991, n. 10, 1306 ss.

C. ROSE, *Impact of investor meetings/presentations on share prices, insider trading and securities regulation*, in *Int'l Rev. Law and Econ.*, 2003, vol. 23, n. 3, 227 ss.

N.L. ROSE, J. SALLET, *The Dichotomous Treatment of Efficiencies in Horizontal Mergers: Too Much? Too Little? Getting it Right* (June 30, 2020). *University of Pennsylvania L. Rev.*, Forthcoming, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3639184>.

G. ROSS, J. JENSON, *Reconsidering Jacques Delors' leadership of the European Union*, in *J. Eur. Integration*, 2017, vol. 39, n. 2, 113 ss.

G. ROSSI, *Concorrenza, mercati finanziari e diritto societario*, in *Riv. soc.*, 1999, 6 ss.

G. ROSSI, *Il mito della corporate governance*, in AA. VV., *Le nuove funzioni degli organi societari: Verso la Corporate Governance?*, Giuffrè, Milano, 2002.

G. ROSSI, *L'informazione societaria al vivo*, in *Riv. soc.*, 1986, 1083 ss.

G. ROSSI, *L'informazione societaria e l'organo di controllo*, in AA. VV., *L'informazione societaria. Atti del Convegno internazionale di studi*, Venezia, 5-6-7 novembre 1981, Giuffrè, Milano, 1982, 67 ss.

- G. ROSSI, *Le banche, le imprese e il mercato mobiliare*, in *Riv. soc.*, 1983, 450 ss.
- G. ROSSI, A. STABILINI, *Virtù del mercato e scetticismo delle regole: note a margine della riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2003, 26 ss.
- S. ROSSI, *Finanza e sviluppo, Intervento alla 49° giornata del credito*, Roma, 4 settembre 2017, consultabile all'indirizzo www.ivass.it.
- J.S. RUBENSTEIN, *Merger & Acquisition Fairness Opinions: A Critical Look at Judicial Extensions of Liability to Investment Banks*, in *Georgetown L. J.*, 2005, 1723 ss.
- M. RUBINSTEIN, *Rational Markets: Yes or No? The Affirmative Case*, in *Fin. Anal. J.*, 2001, vol. 57, n. 3, 15 ss.
- M. RUTIGLIANO, *Congruità del rapporto di cambio, condivisione dei benefici attesi dalla fusione e informativa agli azionisti*, in *Amministrazione & finanza*, 2021, 50 ss.
- A. SACCHI, *Attività diverse dalla revisione contabile in senso stretto attribuite al revisore dalla riforma del diritto societario e dal t.u.i.f.: Fusione, aumento di capitale, acconti sui dividendi*, Parte Prima, in *Controllo nelle società e negli enti*, 2005, n. 3, 337 ss.
- A. SACCHI, *Note sulle relazioni di congruità delle società di revisione ai sensi degli art. 2501-quinquies c.c. e 158, comma primo, tuif*, in AA. VV., *Governo dell'impresa e mercato delle regole. Scritti giuridici per Guido Rossi*, Giuffrè, Milano, 2002, 675 ss.
- R. SACCHI, *Amministratori deleganti e dovere di agire in modo informato*, in *Riv. soc.*, 2008, 387 ss.
- M. SAGLIOCCA, *Appunti in tema di fusione transfrontaliera: tra nuove frontiere in ambito europeo e vecchie tutela dei creditori sociali*, in *Riv. soc.*, 2019, 1074 ss.
- L. SAIGOL, *Culture clash may prove costly for Nomura*, in *Financial Times*, 26 aprile 2009.
- V. SALAFIA, *Conversione di azioni di risparmio in ordinarie*, in *Riv. soc.*, 1994, 529 ss.
- V. SALAFIA, *Funzione della relazione dell'esperto indicato dall'art. 2501-quinquies cod. civ.*, in *Società*, 2001.
- V. SALAFIA, *Il recesso dei soci dalla società per azioni e a responsabilità limitata*, in *Società*, 2012, 540 ss.
- V. SALAFIA, *L'interesse della Consob all'impugnazione delle delibere approvative dei bilanci delle società quotate*, in *Società*, 2013, 531 ss.
- V. SALAFIA, *Recesso unilaterale dall'accordo di fusione dopo l'approvazione del progetto e prima della stipulazione dell'atto*, in *Società*, 2015, 401 ss.
- G. SALATINO, *Le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (merger leveraged buy-out)*, in *Giur. comm.*, 2018, II, 363 ss.

- F. SALERNO, *La responsabilità del revisore tra nuove incertezze e vecchi problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 985 ss.
- M.E. SALERNO, *La disciplina in materia di protezione degli investitori nella MiFID II: dalla disclosure alla cura del cliente?*, in *Dir. banc. merc. fin.*, 2016, 458 ss.
- G. SANDRELLI, *Innovazione finanziaria ed esercizio del voto. Il fenomeno dell'“empty voting” nella prospettiva delle società quotate*, Egea, Milano, 2017.
- G. SANDRELLI, *Concambi di fusione differenziati in presenza di categorie diverse di azioni: una sentenza della Cassazione*, in *Riv. soc.*, 2020, 1270 ss.
- C. SANTAGATA, *Informazione dei soci e invalidità della fusione*, in *Società*, 1989, 483 ss.
- C. SANTAGATA, *La fusione tra società*, Morano, Napoli, 1964.
- C. SANTAGATA, *Lineamenti generali dell'istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in Aa. Vv., *Fusioni e scissioni di società*, Ipsoa, Milano, 1993, 19 ss.
- C. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, in *Riv. soc.*, 2004, 1515 ss.
- C. SANTAGATA, *Partecipazione alla fusione di società in liquidazione*, in *Società*, 1996, 806 ss.
- C. SANTAGATA, *Riflessioni sul fondamento e gli effetti della fusione tra società*, in Aa. Vv., *Studi in onore di Gastone Cottino*, Cedam, Padova, 1997, 1358 ss.
- C. e R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Fusioni e scissioni*, a cura di C. Santagata, R. Santagata, G. Scognamiglio, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004.
- R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in *Diritto Commerciale*, II, a cura di M. Cian, Giappichelli, Torino, 2021, 682 ss.
- S. SANTANGELO, *L'aumento di capitale nelle operazioni di fusione: elemento della fattispecie o variabile convenzionale?*, in *Notariato*, 2015, 16 ss.
- G. SAVIOLI, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Giuffrè, Milano, 2020.
- F. SCARDULLA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto civile e commerciale*, già diretto da A. Cicu, F. Messineo, continuato da L. Mengoni e P. Schlesinger, vol. XXX, t. 2, Giuffrè, Milano, 2000, 357 ss.
- F.M. SCHERER, D. ROSS, *Industrial Market Structures and Economic Performance*, Rand McNally, Boston, 1990.
- L. SCHIUMA, *Azioni a voto plurimo e maggioranza del voto: considerazioni di carattere sistematico e ricadute sulla concezione capitalistica della s.p.a.*, in *RDS*, 2019, 317 ss.
- C.W. SCHNEIDER, J.M. MANKO, R.S. KANT, *Going Public: Practice, Procedure and Consequences*,

- in *Vill. L. Rev.*, 1981, vol. 27, n. 1, 1 ss.
- M. SCHOLTEN, *The political accountability of EU and US independent regulatory agencies*, Nijhoff studies in EU law, Leiden-Boston, 2014.
- M.C. SCHOUTEN, *The Case for Mandatory Ownership Disclosure*, in *Stanford J. L. Business & Finance*, 2009, vol. 15, n. 1, 127 ss.
- K.S. SCHULZKE, G. BERGER - WALLISER, *Toward a Unified Theory of Materiality in Securities Law*, in *Columbia J. Transnational L.*, 2017, vol. 56, n. 1, 6 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *Fusione e scissione di società. Lo schema di legge di attuazione delle direttive CEE*, in *Riv. dir. comm.*, 1990, I, 110 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, in *Riv. not.*, 2003, 894 ss.
- G. SCOGNAMIGLIO, *Le scissioni*, in *Fusioni e scissioni*, a cura di C. Santagata, R. Santagata, G. Scognamiglio, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, vol. VII, tomo 2, Utet, Torino, 2004, 308 ss.
- L. SEMINARA, *Recesso e diritto al disinvestimento nella fusione e nella scissione di società per azioni*. in *Riv. soc.*, 2017, 1027 ss.
- S. SEMINARA, *Commento sub art. 180 TUF*, in *Il Testo Unico della Finanza*, a cura di G.F. Campobasso, Giuffrè, Milano 2002, 810 ss.
- S. SEMINARA, *Disclose or abstain? La nozione di informazione privilegiata tra obblighi di comunicazione al pubblico e divieti di insider trading: riflessioni sulla determinatezza delle fattispecie sanzionatorie*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 335 ss.
- P. SENGUPTA, *Corporate disclosure quality and the cost of debt*, in *Accounting Rev.*, 1998, vol. 73, n. 4, 459 ss.
- K. SERGAKIS, *The Law of Capital Markets in the EU: Disclosure and Enforcement*, Palgrave, Londra, 2018.
- A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, in *Trattato di diritto privato*, XVII, 3, diretto da P. Rescigno, Utet, Torino, 1985, 357 ss.
- M. SERRA-M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e scissioni di società (Commento al d.lgs. 16 gennaio 1991 n. 22)*, Giappichelli, Torino, 1994, 15 ss.
- P. SFAMENI, *L'esercizio sociale e il bilancio nelle società di capitali*, in *La disciplina giuridica del bilancio*, a cura di L.A. Bianchi, Il Sole 24 Ore, Milano, 2001.
- M. SFERRAZZA, *Sull'efficacia dell'atto di fusione iscritto in pendenza del giudizio di opposizione*, in

- Società*, 2013 n. 4, 411 ss.
- D. SICLARI, *Capital Markets Union e ordinamento nazionale*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2016, I, 481 ss.
- M.M. SIEMS, *The EU Market Abuse Directive: a case-based analysis*, in *L. & Fin. Markets Rev.*, 2008, vol. 2, n. 1, 39 ss.
- M.M. SIEMS, M. NELEMANS, *The Reform of the EU Market Abuse Law: Revolution or Evolution?*, in *Maastricht J. Eur. & Comp. L.*, 2012, vol. 19, 195 ss.
- S. SIMON, *Die neue Ad-hoc Publizität*, in *Der Konzern*, 2005, 13 ss.
- E. SIMONETTO, *Della trasformazione e fusione delle società*, in *Commentario del Codice Civile*, a cura di A. Scialoja, G. Branca, Zanichelli, Bologna, 1976, 208 ss.
- U. SINAY, C. CAMPBELL, *Scope and Scale Economies in Merging Hospitals Prior To Merger*, in *J. Econ. Fin.*, 1995, vol. 19, 107 ss.
- L.D. SOLOMON, R. STEVENSON, D.E. SCHWARTZ, *Corporations. Law and Policy*³, West, St Paul, 1994.
- H. SØNDERGAARD BIRKMOSE, *European Challenges for Institutional Investor Engagement – Is Mandatory Disclosure the Way Forward*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2014, vol. 11, n. 2, 214 ss.
- P. SPADA, *C'era una volta la società*, in *Riv. not.*, 2004, 1 ss.
- P. SPADA, *Classi e tipi di società dopo la riforma organica (guardando alla “nuova” società a responsabilità limitata)*, in *Riv. dir. civ.*, 2003, I, 489 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Capitale sociale (ad vocem)*, in *Enc. dir. agg.*, IV, Giuffrè, Milano, 2000.
- M.S. SPOLIDORO, *Concambio nella fusione per incorporazione tra società per azioni e azioni di risparmio*, in *Società*, 2020, 1078 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Inquadramento giuridico, tipicità e polimorfismo delle operazioni straordinarie*, in *Riv. dir. soc.*, 2019, 285 ss.
- M. S. SPOLIDORO, *Modifiche e variazioni del rapporto di cambio*, in *La struttura finanziaria delle società di capitali – Studi in onore di Giovanni E. Colombo*, Milano, 2011, 344 ss.
- M.S. SPOLIDORO, *Sul capitale delle società di persone*, in *Riv. soc.* 2001, 792 ss.
- E. STABILE, *Brevissime note sulla Direttiva 2017/1132/UE nella codificazione del diritto societario europeo*, in *Riv. dir. soc.*, 2017, 1291 ss.
- A. STAGNO D'ALCONTRES, *Art. 2346 c.c.*, in *Società di capitali. Commentario*, a cura di G. Niccolini, A. Stagno D'Alcontres, Jovene, Napoli, 2004, 251 ss.
- P.K. STAIKOURAS, *Four Years of MADness? – The new Market Abuse Prohibition Revisited:*

- Integrated Implementation Through the Lens of a Critical, Comparative Analysis*, in *Eur. Bus. L. R.*, 2008, vol. 19, n. 4, 775 ss.
- P. STAIKOURAS, *The Conundrum of the Market Abuse Directive Preventative Measures for EU Financial Services' Integration: In Search of Equilibrium between Market Integrity Enhancement and Undue Regulatory Encumbrance*, in *Legal Issues of Economic Integration*, 2008, vol. 35, 351 ss.
- M. STELLA RICHTER JR., *In tema di modificabilità del progetto di fusione in sede assembleare di approvazione*, in *Giust. civ.*, 1993, 794 ss.
- M. STELLA RICHTER JR., *Il "successo sostenibile" del Codice di Corporate Governance. Prove tecniche di attuazione*, in *Diritto bancario*, febbraio 2021, consultabile all'indirizzo www.dirittobancario.it.
- A. STONE-SWEET, *The European Court of Justice and the judicialization of EU governance*, in *Living Reviews in EU Governance*, 2010, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=1583345>.
- G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal TUF: profili evolutivi e problemi*, in *Il Testo Unico della Finanza. Un bilancio dopo 15 anni*, a cura di F. Annunziata, Egea, Milano, 2015, 311 ss.
- G. STRAMPELLI, *Can BlackRock Save the Planet? The Institutional Investors' Role in Stakeholder Capitalism*, in *Harvard Bus. L. Rev.*, vol. 11, 2020, *forthcoming*, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3718255>.
- G. STRAMPELLI, *Capitale sociale e struttura finanziaria nella società in crisi*, in *Riv. soc.*, 2012, 605 ss.
- G. STRAMPELLI, *Commento sub art. 2504-bis, comma 4, c.c.*, in *Commentario alla riforma delle società*, diretto da P. Marchetti, L.A. Bianchi, F. Ghezzi, M. Notari, *Trasformazione-Fusione-Scissione*, a cura di L.A. Bianchi, Milano, 2006, 902 ss.
- G. STRAMPELLI, *Engagement degli investitori istituzionali e colloqui riservati con gli emittenti*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2018, 393 ss.
- G. STRAMPELLI, *Gli investitori istituzionali salveranno il mondo? Note a margine dell'ultima lettera annuale di Blackrock*, in *Riv. soc.*, 2020, 51 ss.
- G. STRAMPELLI, *I dialoghi tra emittenti e investitori istituzionali*, in *Informazione societaria e corporate governance nella società quotata*, a cura di U. Tombari, Giappichelli, Torino, 2018, 97 ss.
- G. STRAMPELLI, *L'informazione societaria a quindici anni dal T.U.F.: profili evolutivi e problemi*, in *Riv. soc.*, 2014, 991 ss.
- G. STRAMPELLI, G. BALP, *Preserving Capital Markets Efficiency in the High-Frequency Trading Era*,

- Bocconi Legal Studies Research Paper n. 3097723, 2018, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3097723>.
- L. STRINE JR, *Categorical Confusion: Deal Protection Measures in Stock-for-Stock Merger Agreements*, in *Business Lawyer*, 2001, vol. 56, n. 3, 930 ss.
- L. E. STRINE JR., *Toward Fair and Sustainable Capitalism*, 2019, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=3461924>.
- F. SUPERTI-FURGA, *Le valutazioni di bilancio*, Isedi, Milano, 1979.
- F. SUPERTI-FURGA, *Il bilancio di esercizio italiano secondo la normativa europea*, Giuffrè, Milano, 2017.
- G. TANTINI, *Il bilancio d'esercizio*, Padova, 1994.
- S. TARGETT, *State Street's two-way flow of trust: The bank's 'old-fashioned' reputation has helped it in the era of Enron and WorldCom*, in *Financial Times*, 2 luglio 2002.
- G. TEDESCHI, *Sulla conversione delle azioni di risparmio in azioni ordinarie*, in *Quaderni Montedison*, 1973, 595 ss.
- V. H. TEERINK, *The IPO Process, IPO Disclosure, and the Prospectus Regulation*, in *Prospectus Regulation and Prospectus Liability*, a cura di D. Busch, G. Ferrarini, J.P. Franx, Oxford University Press, Oxford, 2020, 21 ss.
- F. TERRUSI, *Profili dell'opposizione alla fusione*, in *Riv. dir. soc.*, 2009, 332 ss.
- F. TESAURO, *Istituzioni di diritto tributario*, Volume 2: Parte Speciale, Utet, Torino, 2016.
- P.C. TETLOCK, *Liquidity and Prediction Market Efficiency*, maggio 2008, consultabile all'indirizzo <https://ssrn.com/abstract=929916>.
- C. THOMALE, *Der gespaltene Emittent : Ad-hoc-Publizität, Schadenersatz und Wissenszurechnung*, Mohr Siebeck, Tübingen, 2018.
- R. THOMPSON, *United Kingdom: EU Committee of Wise Men advocate new approach to financial services legislation*, in *Int'l Fin. L. Rev.*, 2001, vol. 20, n. 5, 76 ss.
- A. TOFFOLETTO, *Diritto di recesso e autonomia statutaria nelle società di capitali*, Giuffrè, Milano, 2004.
- U. TOMBARI, *Azioni di risparmio e tutela dell'investitore (Verso nuove forme rappresentative della società con azioni quotate)*, in *Riv. soc.*, 2003, 1062 ss.
- U. TOMBARI, *Le categorie speciali di azioni nella società quotata*, in *Riv. soc.*, 2007, 966 ss.
- U. TOMBARI, *Problemi in tema di alienazione della partecipazione azionaria e attività di due diligence*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2008, I, 65 ss.

- G. TREMONTI, *Note sulla disciplina fiscale della fusione di società e dell'iscrizione in bilancio dell'avviamento*, in *Riv. dir. fin. e scienza delle finanze*, 1987, 90 ss.
- A.F. TRIPODI, *Informazioni privilegiate e statuto penale del mercato finanziario*, Cedam, Padova, 2012, 223 ss.
- G. TUCCI, *Economie di scala, processi di fusione e fabbisogno di capitale nell'industria del trasporto aereo statunitense*, in *Rivista internazionale di economia dei trasporti*, 1981, vol. 8, n. 2, 165 ss.
- P. VALENSISE *et al.*, *L'adeguamento della normativa nazionale alle disposizioni europee sugli abusi di mercato (MAR)*, in *Diritto Bancario*, 24 settembre 2018, consultabile all'indirizzo www.diritto bancario.it.
- P. VALENSISE, I. BUI, *Operazioni con parti correlate e remunerazioni: le modifiche alla regolamentazione Consob di recepimento SHRD 2*, consultabile all'indirizzo www.diritto bancario.it, 17 dicembre 2020.
- P. VALENTINO, *L'informativa societaria: la disciplina informativa degli emittenti dopo il Testo Unico della Finanza*, Il Sole 24 Ore, Milano, 1999, 64 ss.
- S. VALERIO, *Natura giuridica della fusione: fenomeno successorio o modificazione dell'atto costitutivo?*, in *Giur. comm.*, 1996, II, 470 ss.
- M. VAN RIJSBERGEN, *On the Enforceability of EU Agencies' Soft Law at the National Level: The Case of the European Securities and Markets Authority*, in *Utrecht L. Rev.*, 2014, vol. 10, n. 5, 116 ss.
- M. VAN ROOIJ, *Bank Mergers, Banking Efficiency, And Economies Of Scale And Scope: A Review Of The Empirical Literature. IDEAS Working Paper Series from RePEc*, 1997.
- G. VANDERSANDEN, N. CARIAT, *La procédure préjudicielle devant la Cour de Justice de l'Union européenne*, in *Annales de droit de Louvain*, 2012, vol. 72, n. 2, 207 ss.
- R. VEIL, *European Capital Markets Law*, Hart Publishing, Oxford, 2017.
- R. VEIL, *Sources of Law and Principles of Interpretation*, in *European Capital Markets Law*, a cura di R. Veil, Hart Publishing, Oxford, 2013.
- G. VENEZIANO, D. MINNITI, *Acquisizione mediante offerta pubblica di scambio, fusione e scissione ed esenzione dal prospetto*, *Dirittobancario*, 16 aprile 2021, consultabile all'indirizzo www.diritto bancario.it.
- M. VENTORUZZO, *Abusi di mercato, sanzioni Consob e diritti umani: il caso Grande Stevens e altri c. Italia*, in *Riv. soc.*, 2014, 693 ss.
- M. VENTORUZZO, *Comparing Insider Trading in the United States and in the European Union:*

- History and Recent Developments*, in *Eur. Comp. Fin. L. Rev.*, 2015, vol. 11, n. 4, 554 ss.
- M. VENTORUZZO, *Dal market sounding all'insider trading*, in *lavoce.info*, 15 aprile 2016.
- M. VENTORUZZO, *Operazioni di fusione per incorporazione di una società per azioni non quotata in una società quotata ed esenzione dall'obbligo di pubblicazione del prospetto*, in *Disciplina dei mercati finanziari e tutela del risparmio*, a cura di F. Martorano, V. De Luca, Giuffrè, Milano, 2008, 69 ss.
- M. VENTORUZZO, S. MOCK, *Market Abuse Regulation: commentary and annotated guide*, Oxford, 2017.
- M. VENTORUZZO, C. PICCIAU, *Article 7: Inside Information*, in *Market Abuse Regulation. Commentary and Annotated Guide*, a cura di M. Ventoruzzo, S. Mock, Oxford University Press, Oxford, 2017, 203 ss.
- A. VENTURA, *Corporate governance e il trattamento delle informazioni privilegiate secondo le linee guida della Consob*, in *Riv. dott. comm.*, 2018, 485 ss.
- R. VENTURINI, *Riflessioni sulla funzione della situazione patrimoniale di fusione*, in *Riv. dir. impr.*, 1996, 57 ss.
- F. VELLA, V. CORRENTE, *La quotazione nei mercati e la negoziazione sui sistemi*, in *Il Testo Unico Finanziario*, Zanichelli, Bologna, 2020, 1040 ss.
- A. VICARI, *Commento sub art. 2501 c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3284 ss.
- A. VICARI, *Commenti sub art. 2501-ter, 2501-quater, 2501-quinquies, 2501-sexies c.c.*, in *Le società per azioni. Codice civile e norme complementari*, diretto da P. Abbadessa, G.B. Portale, vol. II, Giuffrè, Milano, 2016, 3295 ss.
- A. VICARI, *Commenti agli artt. 2501-bis, 2501-ter, 2501-quater c.c.*, in *Commentario del codice civile*, diretto da E. Gabrielli, in *Delle Società, dell'azienda, della concorrenza*, a cura di D.U. Santosuosso, Utet, Torino, 2015, 1491 ss.
- A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Giuffrè, Milano, 2004.
- A. VICARI, *Il regime giuridico del disavanzo e dell'avanzo da annullamento e da concambio nella fusione*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di M. Notari, Giuffrè, Milano, 2008, 175 ss.
- A. VICARI, *Progetto di fusione e approvazione dell'assemblea dei soci, parte prima*, in *Riv. dir. soc.*, 1995, n. 1, 385 ss.
- F. VIGANÒ, *Doppio binario sanzionatorio e ne bis idem: verso una diretta applicazione dell'art. 50 della*

- Carta?*, in *Dir. pen. contemporaneo*, 2014, n. 3-4, 231 ss.
- B. VISENTINI, *L'informazione societaria e gli azionisti*, in *Riv. soc.*, 1981, 789 ss.
- L. VITTONI, *Operazioni di fusione e disciplina delle azioni proprie*, in *Società*, 2001, 162 ss.
- C. VIVANTE, *Trattato di diritto commerciale*, Vallardi, Milano, 1906, col. II.
- L. VON MISES, *Human Action: A Treatise on Economics*, Yale University Press, New Haven, 1949.
- B. J. WATSON, *Prohibiting Insider trading: Is It All Worth It?*, in *Eur. J. Crime, Criminal L. and Criminal Justice*, 1995, vol. 3, n. 2, 122 ss.
- J.F. WESTON, S.C. WEAVER, *Mergers & Acquisitions*, McGraw Hill, New York, 2001, 93 ss.
- S. WILSON, *The new Market Abuse Regulation and Directive on Criminal Sanctions for Market Abuse: European capital markets law and new global trends in financial crime enforcement*, in *ERA Forum*, 2015, vol. 16, n. 3, 427 ss.
- S. WOLFF, *Recent developments in European Union securities law*, in *Denver J. Int'l L. and Pol'y*, 2002, vol. 30, n. 3, 292 ss.
- Y. YADAV, *How Algorithmic Trading Undermines Efficiency in Capital Markets*, *Vanderbilt L. Rev.*, 2015, vol. 68, n. 6, 1607 ss.
- G.M. ZAMPERETTI, *Il dovere di informazione degli amministratori nella governance della società per azioni*, Giuffrè, Milano, 2005.
- G. ZANARONE, *Il ruolo del tipo societario dopo la riforma*, in *Il nuovo diritto della società. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 1, Utet, Torino, 2007, 57 ss.
- G. ZANARONE, *La tendenziale transtipicità dell'informazione societaria (un processo ancora incompiuto)*, in *Analisi giur. econ.*, 2013, 7 ss.
- G. ZANDA, M. LACCHINI, T. ONESTI, *La valutazione delle aziende*, Giappichelli, Torino, 2013, 56 ss.
- G. ZIZZO, *Le riorganizzazioni societarie nelle imposte sui redditi. Trasformazioni e scissioni*, Giuffrè, Milano, 1996, 74 ss.
- G. ZIZZO, *Le vicende straordinarie del reddito d'impresa*, in *Manuale di diritto tributario*, a cura di G. Falsitta, Cedam, Padova, 2016, 611 ss..
- S. ZIZZO, *Operazioni straordinarie (dir. tribut.) (ad vocem)*, in *Enc. dir.*, Annali I, Giuffrè, Milano, 2007.

Indice della giurisprudenza

Giurisprudenza degli Stati Uniti d'America

TSC Industries Inc v Northway Inc., 426 U.S. 438, 449, 96 S. Ct. 2126, 2132, 48 L.Ed.2d 757 (1976),

consultabile all'indirizzo <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/426/438/>.

Basic Inc v. Levinson, 485 U. S. 224, 108 S.Ct. 978 (1988), consultabile all'indirizzo <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/485/224/>.

Giurisprudenza comunitaria

Corte di Giustizia UE, Caso 26-62, *NV Algemene Transport- en Expeditie Onderneming van Gend & Loos contro Amministrazione olandese delle imposte*, 5 febbraio 1963, ECLI:EU:C:1963:1.

Corte di Giustizia UE, Caso 61/65, *Vaassen-Göbbels*, 30 giugno 1966, ECLI:EU:C:1966:39.

Corte di Giustizia UE, Caso C-19/11, *Markus Gelll v Daimler AG*, 28 giugno 2012, ECLI:EU:C:2012:397.

Corte di Giustizia UE, Caso C-628/13, *Jean-Bernard Lafonta contro Autorité des marchés financiers*, 11 marzo 2015, ECLI:EU:C:2015:162

Giurisprudenza nazionale di legittimità

Cass. SS. UU., 8 febbraio 2006, n. 2367, in *Riv. not.*, 2006, 4, 1137 ss., con nota di Scalabrini, Trimarchi; e in *Riv. soc.*, 2007, 153 ss., con nota di Corsini.

Cass SS. UU., 14 settembre 2010, n. 19509, in *Giur. it.*, 2011, 1073 ss., con nota di Bertolotti; in *Obb. e contr.*, 2010, 11 ss., con nota di Scrima; in *Fisco*, 2010, 5860 ss., con nota di Turis; in *Foro it.*, 2011, 472 ss.

Cass. SS. UU., 17 settembre 2010, n. 19698, in *Notariato*, 2011, 10 ss.; in *Corr. giur.*, 2010, 1565 ss., con nota di Meloncelli; in *Società*, 2010, 1393 ss.

Cass. SS. UU., 30 luglio 2021, n. 21970, in *Società*, 2021, 1193 ss., con nota di Cagnasso; in *Notariato*, 2021, 513 ss., con nota di Magliulo.

Cass, 20 giugno 2000, in *Foro it.*, 2001, 1932 ss., con nota di Nazzicone.

Cass. 11 dicembre 2000, n. 15599, in *Giur. it.*, 2001, 1188 ss., con nota di Weigmann.

Cass. 26 gennaio 2016, n. 1376, in *Società*, 2016, 992 ss., con nota di Tosa; in *Corr. giur.*, 2017, 1363 ss., con nota di Fanciarelli; in *Notariato*, 2016, 110 ss.

Cass. 21 luglio 2016, n. 15025, in *Riv. soc.*, 2017, 264 ss., con nota di Petroboni; e in *Società*, 2017, 843 ss., con nota di Clarizio.

Cass. 16 maggio 2017, n. 12119, in *CED Cassazione*, 2017, rv. 644171-01.

Cass. 18 gennaio 2018, n. 1181, in *Corr. giur.*, 2018, 424 ss.; in *Fall.*, 2018, 547 ss., con nota di Brogi.

Cass. 20 aprile 2020, n. 7920, in *Notariato*, 2020, 411 ss.; in *Foro it.*, 2020, 1910 ss., in *Società*, 2020, 1078 ss., con nota di Spolidoro.

Giurisprudenza nazionale di merito

TAR Lazio, 21 giugno 2005, n. 5157, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2007, II, 124 ss., con nota di R. Santagata.

Trib. Brescia, 20 novembre 2008 (inedita), in L.A. BIANCHI, *Bilanci, operazioni straordinarie e governo dell'impresa*, Egea, Milano, 2013, 284 e spec. nota 25.

Trib. Milano, 28 settembre 1995, in *Giur. it.*, 1996, I, 78 ss.

Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corr. giur.*, 2003, 206 ss, con nota di Lombardi.

Trib. Milano, 8 luglio 2004, in *Giur. It.*, 2005, 306 ss.

Trib. Milano, 27 novembre 2008, n. 14099, in *Giustizia a Milano*, 2008, 74 ss.

Trib. Napoli, 11 dicembre 2014, in *Società*, 2015, 1354 ss. con nota di Balzarini.

Trib. Torino, 24 maggio 2000, in *Giur. comm.*, 2000, II, 637 ss., con nota di Costi.

Trib. di Udine, 26 marzo 1992, in *Società*, 1992, 1104 ss., con nota di Laurini.

App. Torino, 15 ottobre 1992, in *Giur. It.*, 1993, I, 795 ss.

App. Torino, 24 agosto 2000, in *Riv. dir. comm.*, 2002, II, 25 ss.; in *Foro It.*, 2001, 695 ss.

App. Genova, 23 ottobre 1990, in *Società*, 1991, 200 ss., con nota di C. Santagata.

App. Milano, 18 gennaio 2002, in *Giur. It.*, 2002, 790 ss.

Trib. Perugia, 26 aprile 1993, in *Riv. dir. comm.*, 1995, II, 372 ss.

Indice dei documenti delle Autorità, degli articoli di stampa ed altri materiali

ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Rapporto sulla società aperta. 100 tesi per la riforma del governo societario in Italia*, Il Mulino, Bologna, 1997.

ASSONIME, *Le azioni a voto plurimo e a voto maggiorato*, Circolare n. 10 del 7 aprile 2015, in *Riv. soc.*, 2015, 476.

CESR, *Advice on Level Implementing Measures for the Proposed Market Abuse Directive* (CESR/02.089 d), dicembre 2002.

CESR, *Level 3 – Second Set of CESR Guidance and Information on the Common Operation of the Directive to the Market* (CESR/06-562b), 2007.

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima L.A.32 – (conguagli in denaro – 1° pubbl. 9/08).

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, L.D.1 – (Essenzialità della sussistenza formale di un rapporto di cambio congruo e deroghe ai procedimenti di fusione o scissione – 1° pubbl. 9/08).

COMITATO INTERREGIONALE DEI CONSIGLI NOTARILI DELLE TRE VENEZIE, Massima L.D.2 – (Legittimità dell'adozione di una decisione di fusione o scissione in presenza di un rapporto di cambio reputato non congruo dagli esperti – 1° pubbl. 9/08).

COMMISSIONE EUROPEA, *Completing the internal market, White Paper from the Commission to the European Council*, COM (85) 310 final, Bruxelles, giugno 1985.

COMMISSIONE EUROPEA, *Financial Services: Implementing the Framework for Financial Markets: Action Plan*, COM (1999) 232 final, maggio 1999.

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposta di Regolamento del Parlamento Europeo e del Consiglio relativo all'abuso di informazioni privilegiate e alla manipolazione del mercato (abusi di mercato)*, COM (2011) 651, 2011/0295 (COD), Bruxelles, 20 ottobre 2011.

COMMISSIONE EUROPEA, *Towards an EU Regime on Transparency Obligations of Issuers Whose Securities are Admitted to Trading on a Regulated Market. Consultation Document of the Services of the Internal Market Directorate General*, luglio 2001.

CONSIGLIO EUROPEO, *Final Report of the Committee of Wise Men on the Regulation of European Securities Markets*, 2001.

CONSIGLIO NAZIONALE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI E DEGLI ESPERTI CONTABILI, *Principi di comportamento del Collegio sindacale di società non quotate*, aggiornamento al 12 gennaio 2021, Norma 10.4 – fusione e scissione.

CONSIGLIO NAZIONALE DEL NOTARIATO, Studio 95-2008/I, *Delibere sociali in pendenza di fusione: ammissibilità ed incidenza sul procedimento*.

CONSOB, *Comunicazione n. 73063, del 5 ottobre 2000*.

CONSOB, *Comunicazione n. 6027054, del 26 marzo 2006*.

CONSOB, *Decisione n. 17492, del 24 settembre 2010*.

CONSOB, *Delibera n. 18079, del 20 gennaio 2012*.

CONSOB, *Linee Guida. Gestione delle informazioni privilegiate*, n. 1/2017, ottobre 2017.

DE BRAUW BLACKSTONE WESTBROEK N.V., *Consultation on the draft Commission Delegated Regulation regarding the minimum information content of an exemption document*, 14 luglio 2020, consultabile all'indirizzo www.ec.europa.eu.

ESMA, *Consultation Paper – Draft technical advice on minimum information content for prospectus exemption*, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu.

ESMA, *MAR Guidelines on delay in the disclosure of inside information (ESMA/2016/1478)*, 4 febbraio 2019, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu.

ESMA, *Final Report - Draft technical standards on the Market Abuse Regulation (ESMA/2015/1455)*, 28 settembre 2015.

ESMA, *MAR Review report (ESMA70-156-2391)*, 23 settembre 2020.

ESMA, *Questions and Answers on the Prospectus Regulation*, 27 July 2021, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu.

ESMA, *Orientamenti relativi al regolamento sugli abusi di mercato (MAR) - persone che ricevono i sondaggi di mercato (ESMA/2016/1477)*, 10 novembre 2016.

ESME, *Market Abuse. EU Legal Framework and its Implementation by Member States: a First Evaluation Report*, 2007.

European agencies in between institutions and Member States, a cura di M. Everson, C. Monda ed E. Vos, Kluwer Law International, Alphen aan den Rijn, 2014.

FESCO, *2000 Market Abuse Report*, consultabile all'indirizzo www.esma.europa.eu.

IOSCO, *Insider Trading. How Jurisdictions Regulate It*, 2003, consultabile all'indirizzo www.iosco.org.

MERGERMARKET, *Global and Regional M&A Report 2020*.

NEXI S.P.A., *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di Nexi S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.nexi.it.

ORGANISMO ITALIANO DI CONTABILITÀ, *I bilanci intermedi – principio contabile n. 30*, 6 gennaio 2006, consultabile all'indirizzo www.fondazioneoic.eu

SIA S.P.A., *Relazione Illustrativa del Consiglio di Amministrazione di SLA S.p.A. sul progetto comune di fusione relativo alla fusione per incorporazione di SLA S.p.A. in Nexi S.p.A.*, consultabile all'indirizzo www.sia.it.

Second Circuit finds issuer's failure to disclose loan impairments immaterial as a matter of law, in *Harvard L. Rev.*, 2012, vol. 125, n. 5, 12

82 ss.

THE ECONOMIST, *A new wrinkle; Takeover tactics*, 3 maggio 2014.

TRIBUNALE DI MILANO SEZIONE SPECIALIZZATA IN MATERIA D'IMPRESA B, *Linee guida per i procedimenti di volontaria giurisdizione in materia societaria*, consultabile all'indirizzo www.tribunale.milano.it.