

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO

FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Centro di ricerca coordinato "Studi sulla Giustizia"

47

GARANZIE ED EFFICIENZA NELLA GIUSTIZIA IN UNA PROSPETTIVA MULTIDISCIPLINARE

a cura di

FRANCESCA BIONDI e ROBERTO SACCHI



G. Giappichelli Editore

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI MILANO
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

Centro di ricerca coordinato “Studi sulla Giustizia” - 47

REGOLAMENTO DEL CENTRO DI RICERCA COORDINATO
STUDI SULLA GIUSTIZIA

Art. 2 - Finalità e scopi

Il Centro ha lo scopo di promuovere studi e ricerche sulla giustizia (costituzionale, civile, ecclesiastica, penale, amministrativa, internazionale), nelle sue varie dimensioni e proiezioni relative all'ordinamento, alle regole processuali, al funzionamento: sia in prospettiva storica, economica, filosofica e sociologica, sia nell'analisi critica della normativa della dottrina e della giurisprudenza nazionale e internazionale in Italia, nell'Unione Europea e nei singoli Paesi interni ed esterni all'Unione, sia infine nell'elaborazione di proposte di riforma.

GARANZIE ED EFFICIENZA NELLA GIUSTIZIA IN UNA PROSPETTIVA MULTIDISCIPLINARE

a cura di

FRANCESCA BIONDI e ROBERTO SACCHI



G. Giappichelli Editore

© Copyright 2024 - G. GIAPPICHELLI EDITORE - TORINO

VIA PO, 21 - TEL. 011-81.53.111

<http://www.giappichelli.it>

ISBN/EAN 979-12-211-0861-3

ISBN/EAN 979-12-211-5855-7 (ebook - pdf)

Il presente volume è stato realizzato con il contributo del Dipartimento di Diritto Privato e Storia del Diritto, del Dipartimento di Diritto pubblico italiano e sovranazionale e del Dipartimento di Scienze Giuridiche "Cesare Beccaria".

Composizione: Voxel Informatica s.a.s. - Chieri (TO)

Stampa: Stampatre s.r.l. - Torino

Le fotocopie per uso personale del lettore possono essere effettuate nei limiti del 15% di ciascun volume/fascicolo di periodico dietro pagamento alla SIAE del compenso previsto dall'art. 68, commi 4 e 5, della legge 22 aprile 1941, n. 633.

Le fotocopie effettuate per finalità di carattere professionale, economico o commerciale o comunque per uso diverso da quello personale possono essere effettuate a seguito di specifica autorizzazione rilasciata da CLEARedi, Centro Licenze e Autorizzazioni per le Riproduzioni Editoriali, Corso di Porta Romana 108, 20122 Milano, e-mail autorizzazioni@clearedi.org e sito web www.clearedi.org.

INDICE SOMMARIO

	<i>pag.</i>
<i>Autori</i>	XI
FLORENT GARNIER – ANNAMARIA MONTI	
<i>Litiganti, garanzie ed efficienza della giustizia dal medioevo all'età moderna</i>	1
DARIO IPPOLITO	
<i>Efficientismo versus garantismo. La giustizia penale nel contratto sociale</i>	31
GIULIO M. SALERNO	
<i>Efficienza della giustizia nella giurisprudenza della Corte costituzionale: alcune riflessioni</i>	51
FRANCESCA BIONDI	
<i>Certezza del diritto ed efficienza della giustizia</i>	71
GIANROBERTO VILLA	
<i>La prova nelle controversie tra privati tra celerità del processo e accuratezza della decisione</i>	91
FILIPPO DANOVÌ	
<i>Efficienza ed effettività nella riforma della giustizia civile: valori indipendenti o "complanari"? Gli obiettivi generali, la giustizia complementare e la "nuova" giustizia familiare e minorile</i>	101
STEFANO A. VILLATA	
<i>Efficienza ed effettività nella riforma della giustizia civile: valori indi-</i>	

	<i>pag.</i>
<i>pendenti o “complanari”? Uno sguardo alla riforma del processo di cognizione e delle impugnazioni</i>	125
NICOLA SELVAGGI	
<i>La riforma del sistema penale nel prisma dell'efficienza. Note tecniche e di metodo sul d.lgs. n. 150/2022</i>	145
GIAN LUIGI GATTA	
<i>Efficienza dell'esecuzione penale ed effettività della pena. La riforma Cartabia e il sistema sanzionatorio</i>	155
MITJA GIALUZ	
<i>La tecnologia al servizio dell'efficienza nella riforma del processo penale</i>	167
LUCA LUPÁRIA DONATI	
<i>Giustizia tecnologica versus tecnologia giudiziaria. La sottile linea tra inabissare o rendere migliore il processo penale</i>	185
DIANA CERINI	
<i>Un'idea di giustizia nella giurisprudenza in ottica comparata: applicazioni nel diritto assicurativo</i>	197
FABIANO DI PRIMA – MARCELLO TOSCANO	
<i>Il principio di bilateralità in espansione: la cooperazione tra istituzioni pubbliche e comunità di fede (verso un'efficiente garanzia di tutela degli interessi religiosi)</i>	221
ALDO TRAVI	
<i>Garanzie ed efficienza nel processo amministrativo</i>	263
LUIGI PELLECCHI	
<i>Fortuna iudex: il sorteggio e i suoi spazi nel processo civile romano</i>	273
LORENZO GAGLIARDI	
<i>Τὰ δικαστήρια κληροῦσιν οἱ ἄρχοντες: il sorteggio e i tribunali dell'Atene classica</i>	295

	<i>pag.</i>
VINCENZO PINTO	
<i>Operazioni gestorie di “interesse primordiale” e diritti degli azionisti</i>	309
ANDREA VICARI	
<i>“Garanzie ed efficienza” nel diritto societario: sviluppo dei mercati e nuove forme di tutela dei soci (in particolare nelle operazioni straordinarie)</i>	329
ANDREA BOLLANI	
<i>Giustizia e certezza nel diritto del lavoro</i>	345
ARMANDO TURSI	
<i>L'incertezza della norma giuslavoristica e la malintesa discrezionalità del giudice</i>	359
JACOPO ALBERTI	
<i>Le udienze dibattimentali nei pregiudiziali italiani, da Lisbona a oggi</i>	365
CECILIA SANNA	
<i>La garanzia del “termine ragionevole” e l'efficienza decisionale nei processi dinanzi ai giudici dell'Unione europea</i>	401
FRANCESCA ROMANIN JACUR	
<i>Garanzia ed efficienza della giustizia nel contenzioso in materia di cambiamento climatico: aspetti di diritto internazionale</i>	417
ANGELICA BONFANTI	
<i>Garanzie ed efficienza della giustizia climatica: prospettive evolutive del contenzioso contro imprese</i>	443

ANDREA VICARI

“GARANZIE ED EFFICIENZA” NEL DIRITTO SOCIETARIO: SVILUPPO DEI MERCATI E NUOVE FORME DI TUTELA DEI SOCI (IN PARTICOLARE NELLE OPERAZIONI STRAORDINARIE)

1. *Premessa*

Guardando al tema generale delle “garanzie e dell’efficienza” nel diritto societario, posso subito rilevare alcuni aspetti di grande attualità.

Segnalo, in primo luogo, che la tensione dialettica tra l’esigenza di assicurare l’efficienza delle imprese italiane, irrobustendone la capitalizzazione e le capacità manageriali, e quella di preservare le prerogative dei soci, che da tale tendenza al rafforzamento potrebbero subire limitazioni quanto ai propri diritti, è al centro dei più recenti provvedimenti di riforma delle disposizioni in materia di diritto societario e di diritto del mercato dei capitali.

Mi riferisco in particolare alla l. n. 21 del 5 marzo 2024, che ha completato il c.d. “disegno di legge capitali” e ha introdotto nel nostro Paese disposizioni a sostegno della competitività delle imprese; questo testo mira (come risulta dalla relazione governativa al disegno di legge¹), da un lato, a “migliorare la competitività del mercato dei capitali italiano” attraverso l’introduzione di “modifiche [...] tali da rendere più efficiente non solo l’accesso, ma anche la permanenza delle imprese sui mercati dei capitali” e, dall’altro lato, ad evitare che siano “ridotti i presidi a tutela degli investitori” (e, dunque, ad assicurare i profili di “garanzia” per i soci).

Anche l’*Action Plan* dell’UE del 2020 relativo alla costruzione del mer-

¹ Cfr. la relazione governativa al disegno di legge presentato dal Ministro dell’Economia e delle Finanze e comunicato alla Presidenza del Senato il 21 aprile 2023 “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, p. 1.

cato unico dei capitali² si propone “l’obiettivo di rendere più facile per le piccole imprese e per le imprese in rapida crescita [...] raccogliere capitali e finanziare la loro crescita”, in un contesto comunque di adeguata protezione per gli investitori³.

Questi corpi normativi si inseriscono d’altra parte, a ben vedere, in un *trend* avviato da tempo: già la riforma italiana del diritto delle società di capitali del 2003 aveva posto al centro dell’azione legislativa “l’obiettivo prioritario di favorire [...] la crescita e la competitività delle imprese, anche attraverso il loro accesso ai mercati interni e internazionali dei capitali”, tuttavia “garantendo comunque un equilibrio nella tutela degli interessi” in particolare “dei soci e degli investitori”⁴.

Il secondo fatto degno di nota è a mio avviso che – nonostante queste affermazioni di principio (volte a ricercare l’equilibrio tra la crescita di efficienza delle imprese e la protezione dei soci) – l’interesse della legislazione, della giurisprudenza e degli studiosi è stato comunque negli ultimi decenni nettamente più orientato nel nostro Paese (ma anche in Europa) verso tematiche di “garanzia” (ossia di “tutela dei soci” in quanto tali) che verso tematiche di “efficienza” (dell’impresa, anche nell’interesse degli stessi soci).

Per attribuire una colorazione pratica a questa mia affermazione posso riferire il risultato di una rapida ricerca effettuata (sia pure con un notevole grado di approssimazione) sulla principale banca dati nazionale di diritto societario inserendo le parole chiave “protezione dei soci / tutela dei soci” e le voci “efficienza dell’impresa/efficienza della società”: i contributi (articoli, saggi) dedicati al primo argomento sono risultati circa cinque volte più numerosi di quelli dedicati al secondo; in sintesi: per cinque saggi che si occupano di “tutela dei soci” se ne registra uno maggiormente focalizzato (anche) su tematiche di “efficienza”.

² Cfr. la Comunicazione della Commissione al Parlamento europeo, al Consiglio, al Comitato economico e sociale europeo e al Comitato delle regioni un’unione dei mercati dei capitali per le persone e le imprese: nuovo piano di azione del 24 settembre 2020.

³ Riferimenti allo sviluppo bilanciato del mercato europeo dei capitali si rinvengono, peraltro, anche nelle direttive: v. ad es. il quarto considerando della direttiva sulle operazioni transfrontaliere (2019/2121/UE): “L’obiettivo di assicurare alle società un mercato interno senza frontiere interne deve coniugarsi con altri obiettivi dell’integrazione europea [...] È opportuno che i diritti delle società di trasformarsi, fondersi e scindersi a livello transfrontaliero vada di pari passo e sia opportunamente controbilanciato dalla tutela dei lavoratori, dei creditori e dei soci”; v., altresì, la logica di fondo della proposta di direttiva sul voto multiplo delle società che intendono quotarsi sui mercati regolamentati (2022/0406(COD)) del 7 dicembre 2022.

⁴ Cfr. in questo senso gli artt. 2 e 4 della l. 3 ottobre 2001, n. 366 recante la “delega al Governo per la riforma del diritto societario”.

Ripetendo lo stesso esercizio a livello di corpi normativi, evidenzio che la direttiva europea più importante per il diritto societario (la 2017/1132/UE), che ha consolidato le varie precedenti e si occupa dei principali temi (comprese le operazioni straordinarie ed esclusi solo alcuni temi: la *governance*, i gruppi), riporta le parole “tutela/tutelare” per 41 volte, mentre la parola “efficienza” non si rinviene mai.

Anche nella direttiva 2004/25/CE in tema di offerte pubbliche di acquisto (o.p.a.) (rilevante in tema di operazioni straordinarie tra società quotate e protezione dei soci nell’ambito delle stesse) le parole “tutela/tutelare” si rinvenivano 11 volte, la parola efficienza mai.

Si può, pertanto, concludere – ripeto, sia pure con un notevole grado di approssimazione – che le direttive europee (e, quindi, anche le legislazioni nazionali) sono state ben poco concentrate sul tema dell’“efficienza”, quantomeno sino al 2017, e ciò al di là delle affermazioni di principio, di cui si è già detto.

Anche la produzione scientifica ne ha ovviamente risentito: la letteratura societaria europea (e nazionale) si è rivelata per lungo tempo particolarmente sensibile alla salvaguardia delle “situazioni soggettive degli azionisti” (per ricordare il titolo di una nota monografia di diritto societario), anche a discapito di altre istanze maggiormente efficientistiche.

2. *Le garanzie per i soci nelle operazioni straordinarie: la direttiva n. 1132/2017/UE*

Spesso il legislatore italiano è stato addirittura più protettivo (più “garantista”) di quello europeo.

Faccio due esempi riferiti ad altrettante operazioni straordinarie (dirette ad accrescere l’efficienza dell’impresa) in cui il socio ha “per legge” il diritto – come si dice – a “restare tale” e ciò anche a discapito dell’esigenza per la società di realizzare una tipica operazione di crescita: l’aumento di capitale e la fusione.

A) Quanto all’aumento di capitale, il diritto del socio a restare tale è assicurato dall’art. 72 della direttiva 2017/1132/UE che disciplina il “diritto di opzione”: nel caso di aumento di capitale – recita la norma – “le azioni devono essere offerte in opzione agli azionisti in proporzione della quota di capitale rappresentata dalle loro azioni”. “Il diritto di opzione non può essere escluso o limitato dallo statuto o dall’atto costitutivo. L’esclusione o la limitazione possono essere tuttavia decise dall’assemblea. L’organo di amministrazione è tenuto a presentare a tale assemblea una relazione scrit-

ta che precisi i motivi per limitare o sopprimere il diritto di opzione e giustifichi il prezzo di emissione proposto”⁵.

A fronte del tenore – chiaro ma abbastanza generico – della norma, il legislatore italiano ha previsto una serie di tutele aggiuntive.

1) All’art. 2441, comma 3, c.c. ha introdotto il meccanismo della c.d. “prelazione sull’inoptato” (“coloro che esercitano il diritto di opzione, purché ne facciano contestuale richiesta, hanno diritto di prelazione nell’acquisto delle azioni che siano rimaste non optate”). Non solamente il socio ha diritto di “restare tale”, ma se gli altri soci non esercitano l’opzione egli ha diritto di accrescere la sua partecipazione e di essere preferito rispetto a terzi esterni.

2) La proposta di aumento di capitale sociale con esclusione o limitazione del diritto di opzione deve essere motivata (oltre che dagli amministratori) anche dal collegio sindacale (quanto alla congruità del prezzo di emissione delle azioni).

3) Nelle società con azioni quotate è possibile inserire nello statuto una clausola che legittima l’esclusione del diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente; questa clausola può essere, però, adottata solo con delibera dell’assemblea straordinaria e quindi, con *quorum* particolarmente elevati (oltre 1/2 del capitale, oltre 2/3 dei presenti).

B) Quanto al secondo esempio dell’impostazione particolarmente protettiva per i soci assunta dall’ordinamento italiano, ricordo che gli artt. 89 e 90 della direttiva 2017/1132/UE stabiliscono – in tema di fusione – che i soci delle società partecipanti all’operazione devono votare in assemblea straordinaria e devono essere assegnate loro “azioni” dell’altra società “e, eventualmente, un conguaglio in denaro non superiore al 10% del valore nominale delle azioni attribuite”.

Gli artt. 94 e 116 della direttiva 2017/1132/UE permettono, tuttavia, agli Stati membri di disciplinare la c.d. “fusione mediante acquisizione”, in cui, da un lato il voto (per l’incorporante) è deciso dal c.d.a. e, dall’altro, ai soci può essere assegnato denaro al posto di azioni della società post-fusione (se è consentito loro di cedere tutte le loro azioni nell’ambito dell’operazione)⁶.

Il diritto italiano ha attuato solo gli artt. 89 e 90 (e non ha recepito le soluzioni previste dagli artt. 94 e 116) e, pertanto, la disciplina nazionale ri-

⁵Per un commento in ordine all’origine storica e alla *ratio* della norma cfr. spec. J.P. BROSIUS, in AA.VV., *European corporate law. Article-by-article commentary*, a cura di P. Kindler e J. Lieder, München, 2021, p. 346 ss.

⁶Per una disamina delle due disposizioni cfr. per tutti T. DE RAET, in AA.VV., *European*, cit., p. 552 ss. e p. 572 ss.

chiede il voto di tutti i soci e non ammette l’attribuzione di un conguaglio (o di un pagamento) in denaro sopra il tetto del 10% delle azioni assegnate; tale conguaglio (sotto il tetto del 10%) viene, inoltre, inteso tradizionalmente dalla dottrina nazionale come somma di denaro che deve essere attribuito a tutti i soci su base paritaria e si ritiene, pertanto, che non sia permesso “monetizzare” (anche solo nel limite del 10%) alcuni soci soltanto.

3. *Efficienza dei mercati e del mercato del controllo societario: l’art. 91 del t.u.f.*

Per trovare nel diritto domestico una “vera” attenzione alla parola “efficienza” si deve guardare a quel grande momento di legislazione che ha segnato un’epoca che è stato il “testo unico della finanza” (il t.u.f.) del 1998.

In quell’occasione sono state introdotte alcune norme importanti anche in tema di efficienza – norme di principio – e, in particolare, il noto art. 91 t.u.f. che stabilisce che “la Consob esercita i poteri previsti dalla presente parte [del t.u.f.] avendo riguardo alla tutela degli investitori nonché all’efficienza e alla trasparenza del mercato del controllo societario e del mercato dei capitali”.

La norma è importante perché colloca sullo stesso piano, quale *ratio* della disciplina, da un lato, l’esigenza di “tutela degli investitori” e, dall’altro, l’efficienza “del mercato dei capitali” e l’efficienza “del mercato del controllo societario”: assicurare l’efficienza del mercato equivale a permettere alle imprese di approvvigionarsi agevolmente; garantire l’efficienza del mercato del controllo societario significa consentire alle stesse imprese di investire facilmente acquisendo il controllo di altre. Era stato, dunque, a quel tempo molto interessante (e moderno) prospettare una sorta di “parificazione” tra gli obiettivi legislativi (tutela dei soci, efficienza del mercato, efficienza del mercato del controllo societario).

Tale parificazione non ha avuto, però, molto seguito. Se vogliamo, anzi, lo slancio in avanti del t.u.f. (e, in particolare, il richiamo all’efficienza del “mercato del controllo”) ha subito uno “stop” (per vero non inaspettato) quando, nel 2004, è stata approvata la già citata direttiva sull’o.p.a., che ha confermato l’inserimento nella disciplina dello strumento più formidabile per la tutela dei soci di minoranza (e più problematico per il mercato del controllo societario, se non dei capitali): il diritto dei soci di essere “massimamente” tutelati in caso di operazioni di acquisizione per il tramite sia del diritto a vendere tutte le loro azioni al *bidder*, sia della facoltà di votare sulle decisioni gestorie che possono avere un impatto sull’offerta (mi riferi-

sco alle regole dell'o.p.a. totalitaria e della c.d. *passivity rule*).

Il *bidder* che intende acquistare il 25% o il 30% della società (a seconda delle dimensioni) deve offrire di acquistare le azioni di tutti i soci (il 100%) e lasciare che siano gli azionisti a votare sulle operazioni gestorie della società dopo l'offerta: il costo economico per il *bidder* è, però, di 100 anziché di 25 o 30 e il "pallino" completo sull'operazione è in mano ai soci.

Nello stesso senso è stata anche introdotta successivamente – nel diritto italiano – una norma in tema di recesso nelle società (non quotate, ma) "chiuse" che determina anche per queste ultime un effetto del tutto analogo a quello generato dall'o.p.a. totalitaria: mi riferisco all'art. 2497-*quater*, lett. c, c.c. per cui, in caso cambio del controllo (con inizio dell'attività di direzione e coordinamento: vendita del pacchetto di maggioranza, fusione, etc.) i soci della *target* hanno diritto di recesso (in questo caso, a carico della società e non del *bidder*, ma l'effetto non è poi molto diverso)⁷.

⁷ Questo effetto è stato riconosciuto anche da taluni studiosi europei: cfr. ad es. M. WYCKAERT, K. GEENS, *Cross-border mergers and minority protection. An open-ended harmonization*, in *Utrecht I. rev.*, 2008, p. 51, sia pure con riferimento al recesso nella fusione transfrontaliera: "l'approccio italiano" in tema di recesso "è in certa misura paragonabile a quello adottato nella direttiva sulle offerte pubbliche di acquisto; in altri termini, si rischia che ad originare il diritto di recesso sia l'operazione di per sé, come avviene per l'o.p.a.".

Con riferimento ai rapporti tra diritto di recesso e operazione di fusione, segnala su base statistica A. SERETAKIS, *Appraisal rights in the US and the EU*, in AA.VV., *Cross-border mergers. EU perspectives and national experiences*, a cura di T. Papadopoulos, Cham, 2019, p. 71 ss. – con riferimento all'esperienza statunitense – che mentre nei primi anni 2000 le operazioni di fusione che legittimavano il recesso "registravano l'esercizio del diritto da parte degli azionisti solo nel 2-3% dei casi", già dieci anni dopo "richieste di recesso sono state presentate circa nel 20% delle operazioni": il recesso è stato azionato, dunque, in un'operazione ogni cinque (ripeto: senza che in tale ordimento esista una norma analoga all'art. 2497-*quater* c.c.: v. sopra la nota 10). Prosegue l'A.: "al fine di superare il 'rischio recesso', le società acquirenti (incorporanti) pretendono l'inserimento nei documenti relativi alla fusione di una clausola che conferisce loro il diritto di ritirarsi dall'operazione se un certo numero di azionisti, normalmente il 10/15%, esercita il diritto di recesso. Lo scopo di tale clausola è di proteggere l'acquirente da un incremento sostanziale del costo dell'operazione nel caso in cui un grande numero di azionisti eserciti il diritto". Per un'interpretazione particolarmente critica rispetto alla possibilità di riconoscere in termini ampi il diritto di recesso in caso di fusione v., pertanto, ad es. F.A. GEVURTZ, C.M. SAUTTER, *Mergers and acquisition law*, St. Paul MN, 2019, p. 108 s., secondo i quali non dovrebbe essere permesso ad una minoranza, che non può bloccare la fusione con il voto, di bloccarla con la minaccia del recesso.

Che il recesso abbia spesso un effetto equivalente all'esercizio di un diritto veto è riconosciuto, più generalmente, anche nella letteratura europea v. ad es., da ultimo, O. ROODHOOF, *The impact of appraisal remedies on the financial position of the private company*, in *ECL*, 2023, p. 20 ss.

4. *Efficienza dei mercati, efficienza del mercato del controllo societario e diritto dei soci a “restare tali”*

Evidentemente l'efficienza dei mercati mal si concilia con il diritto dei soci “a restare tali”, che comporta di frequente una sorta di diritto di veto dei soci di minoranza (e/o un allungamento dei tempi dell'operazione) rispetto ad operazioni straordinarie di crescita.

Pensiamo al caso sopra richiamato del diritto di opzione nell'ambito dell'aumento di capitale: i soci vanno coinvolti, si deve attendere l'esercizio dell'opzione, della prelazione sull'inputato, etc., prima che un terzo (il mercato) possa essere coinvolto nell'aumento di capitale. Anche l'esclusione dell'opzione richiede tempi lunghi (si consideri il coinvolgimento dei sindaci che devono esprimersi sull'operazione, il voto dell'assemblea straordinaria, che deve eventualmente delegare gli amministratori, etc.).

Consideriamo anche al caso della fusione: la delibera va assunta dall'assemblea straordinaria e a tutti i soci di minoranza deve essere garantita una partecipazione, con una minima possibilità di assegnazione di denaro o altri titoli al posto di azioni.

Dal punto di vista dell'analisi economica del diritto, come noto, efficienza significa – per i partecipanti al contratto – non avere necessariamente il diritto a mantenere la stessa “fetta di torta” (i.e. lo stesso “numero di azioni”), ma semmai di avere anche una fetta più piccola ma in una torta più ampia (i.e.: è meglio avere il 10% di una società che vale 100, oppure il 5% della stessa società, ma che vale 1.000)⁸?

Altro aspetto è poi se quella fetta più piccola debba anche essere garantita dello “stesso gusto” (si pensi, ad esempio, al noto problema della tutela delle azioni di categoria e alla questione se ai detentori di tali titoli debbano essere necessariamente assegnate solo azioni della medesima categoria)

⁸E ciò anche senza giungere agli estremi delle teorie sull'efficienza economica secondo gli insegnamenti di N. Kaldor e J. Hicks, i quali – come noto – tentano di superare la ristrettezza del criterio paretiano, che raccomanda solo quei cambiamenti del contratto nei quali almeno un partecipante viene a trovarsi in una situazione migliore senza che nessuno dei partecipanti venga a trovarsi in una condizione peggiore (va evidenziato, peraltro, che anche le situazioni di ottimo paretiano ammettono la compensazione e, quindi, comunque una modifica dell'equilibrio precedente). Se non vi è tale compenso, chi subisce svantaggi ha un potere di veto su ogni cambiamento; ciò presenta – secondo questa impostazione – chiari problemi quale linea direttrice di politica economica. Di contro, un miglioramento secondo Kaldor-Hicks permette cambiamenti nei quali vi sono sia vincitori che vinti, ma richiede che chi vince guadagni più di quanto ci rimette chi perde (cfr. per tutti R. COOTER, T. ULEN, *Law and economics*, 6ª ed., Berkeley, 2016, p. 42 ss.).

oppure se la fetta possa essere consegnata con un gusto diverso (ad es. altri titoli, denaro). In un mercato più grande ed efficiente, è più facile trovare occasioni alternative⁹.

Un terzo punto riguarda poi anche le informazioni che vanno rese sulla “torta” e come si possa assistere alla sua “cottura” (si tratta dei classici temi dell’“informazione” e delle garanzie procedimentali che vanno riconosciute ai soci).

5. *Verso nuove forme di garanzia per i soci coerenti con l'obiettivo dell'efficienza dei mercati e del mercato del controllo societario?*

Ritengo allora che uno dei temi più attuali del diritto societario (nazionale, ma anche europeo) sia proprio questo. È corretto tendenzialmente assicurare ai soci il diritto “a restare tali” (i.e.: concedere loro sempre e comunque la facoltà di mantenere la “stessa fetta di torta” e “con lo stesso gusto”) oppure è necessario valutare – al fine di favorire tematiche di efficienza e di mercato (dei capitali e del controllo) – se gli stessi non possano e non debbano essere protetti in forme diverse?

La novità – a mio avviso – è che il diritto societario europeo inizia a muoversi verso un sistema dove è importante che la torta aumenti, anche a discapito delle dimensioni delle fette (e, forse, anche del loro sapore e delle informazioni e degli aspetti procedimentali).

Quali sono gli indici che dimostrano che si sta andando in questa direzione, anche a discapito delle forme di tutela “classiche” dei soci?

Credo che una spinta molto forte stia derivando e deriverà dall’*Action Plan* della Commissione UE del 2020. Questo programma, al di là di varie affermazioni generiche e di mero principio, stabilisce chiaramente che “è l’ora di portare a compimento l’Unione dei mercati dei capitali” ed è necessario “far convergere i mercati nazionali in un vero mercato unico”, an-

⁹Questa linea di pensiero è stata notoriamente sviluppata, tra gli studiosi di diritto societario e con stretto riferimento alle operazioni straordinarie (in specie la fusione), da F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The economic structure of corporate law*, Cambridge, MA, 1991, p. 110 ss., secondo i quali “se una distribuzione ineguale è necessaria al fine di rendere la posta in palio maggiore, allora il dovere impone la disparità”; “nonostante il fatto che alcuni investitori usciranno dall’attività [...] in condizioni peggiori”, essi avrebbero comunque una “soluzione di tutela autonoma a portata di mano: la diversificazione” del proprio portafoglio di investimenti: ad esempio, “se la società D si fonde con la società E (sua controllata da lungo tempo) ed esclude gli azionisti di minoranza della società E, questi azionisti possono partecipare ai guadagni acquistando azioni della società D”.

che mediante la facilitazione di operazioni *cross-border*; il documento rileva che “l’approfondimento dell’Unione dei mercati dei capitali è un lavoro complesso che non può essere portato a termine tramite un’unica misura. Di conseguenza l’unico percorso da seguire per compiere progressi consiste nel procedere costantemente in tutti i settori nei quali continuano a persistere ostacoli alla libera circolazione di capitali. Le attività ancora da compiere sono moltissime ed è giunto il momento di innalzare il livello di ambizione”. I diritti dei soci “in quanto tali” non possono divenire un ostacolo al completamento di questo mercato, che presuppone la facilità di accesso delle imprese allo stesso, o, comunque, devono essere bilanciati con l’esigenza di favorire la crescita del mercato e delle imprese. Un mercato efficiente richiede, inoltre, la facilitazione di quel “sottomercato” che è il mercato del controllo societario (e, dunque, un *favor* per le operazioni straordinarie)¹⁰.

Seguendo questa direzione, segnalo allora l’impatto che questa nuova “filosofia” può avere – e sta già avendo – sui tre diritti dei soci cui ho fatto riferimento in precedenza, che sono tradizionalmente tutelati in modo “forte”: il diritto di opzione, il diritto dei soci a restare tali in caso di fusione e il diritto a cedere le azioni in caso di o.p.a.

6. Tendenze ricavabili dalla direttiva 2019/2121/UE sulle operazioni cross-border: il “cash payment” per i soci

Inizio dal secondo profilo, ove si è recentemente registrato un chiaro intervento normativo a livello europeo. Mi riferisco alla direttiva sulle operazioni *cross-border* (fusioni, scissioni e trasformazioni), la numero 2019/2121/UE, attuata in Italia con il d.lgs. n. 19/2023.

Menziono alcune disposizioni molto significative di tale direttiva (che modifica i corrispondenti articoli della direttiva 2017/1132/UE; i riferimenti che seguono sono effettuati agli articoli di quest’ultima direttiva come modificati dalla direttiva *cross-border*)¹¹.

¹⁰ Per una recente analisi dello sviluppo del mercato del controllo societario nell’UE v. ad es. B. CLARKE, *The market for corporate control in EU*, in *Instruments of EU corporate governance. Effecting changes in the management of companies in a changing world*, a cura di H. Birkmose, M. Neville e K. E. Sørensen, Alphen aan den Rijn, 2023, p. 285 ss.

¹¹ V. l’art. 1 rubricato “modifiche alla direttiva 2017/1132/UE”; cfr. in argomento per tutti T. PAPADOPOULOS, *Protection of shareholders in cross-border mergers: the new harmonized rules*, in *ECFR*, 2021, p. 989 ss.

A) La prima norma a cui prestare attenzione è l'art. 126-*bis*, comma 4, che non richiama più il limite del 10% per il conguaglio in denaro e impone in caso di fusione alla società italiana di accettare che i suoi soci possano essere liquidati in denaro anche oltre tale limite se la legge dello Stato di appartenenza dell'altra società che si fonde lo permette (a fronte della possibilità di cedere tutte le azioni nell'ambito dell'operazione).

La norma è ora recepita a livello nazionale dall'art. 19 del d.lgs. n. 19/2023 che stabilisce che "il conguaglio in danaro di cui all'art. 2501-*ter* [c.c.] non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni o delle quote assegnate [...] salvo che la legge applicabile ad almeno una delle società partecipanti alla fusione [...] consenta il conguaglio in danaro in misura superiore"¹². Ciò comporta che il limite del 10% può essere superato per le fusioni *cross-border*. I soci, se lo consentono, possono essere monetizzati in operazioni di fusione¹³.

Si tratta di una disposizione che estende su base generalizzata un principio analogo a quello già previsto per il caso di scissione non proporzionale dall'art. 2506-*bis* c.c. (mi riferisco alla norma per cui, in caso di una scissione che non riservi a tutti i soci il diritto "a restare tali" e nelle stesse proporzioni in ciascuna delle società post-scissione, i soci dissenzienti possono pretendere di vendere tutte le loro partecipazioni alla società e/o agli altri soci, norma che sinora è stata giudicata dalla dottrina italiana come relativamente "estranea" al corpo delle norme sulle operazioni straordinarie¹⁴).

B) La seconda disposizione è l'art. 126, comma 4, modificato dalla direttiva *cross-border* – e recepito dall'art. 24 del d.lgs. n. 19/2023 – per cui "l'incongruità del rapporto di cambio [o] la non correttezza delle relative

¹² Per un primo commento v. F. MAGLIULO, *L'attuazione della direttiva (UE) 2019/2121 nell'ordinamento italiano*, in *Riv. not.*, 2023, p. 481 ss.

¹³ Questa operazione non configura una vera e propria *cash merger* che, al contrario, presuppone un modello in cui è la società ad avere il diritto di obbligare gli azionisti di minoranza ad accettare contanti anziché azioni. Tuttavia, è possibile che accada che gli azionisti di una società A provenienti da uno Stato membro che non prevede tale possibilità (di un pagamento superiore al 10%) si vedano costretti ad accettare la liquidazione degli azionisti dell'altra società B che hanno richiesto di essere rimborsati (gli azionisti A subiscono, quindi, in questo caso effettivamente una *cash merger* a favore degli altri soci), oppure che gli stessi azionisti A scelgano di venire interamente liquidati a fronte, ad esempio, della complessità dell'operazione e/o del calcolo del rapporto di cambio (in tal caso una *cash merger* si verifica in via di fatto).

¹⁴ Ricordo che all'atto della sua introduzione con il d.lgs. n. 6/2003, la norma era stata criticata da molti perché derogava alla regola dell'unanimità del voto dei soci prevista, invece, dall'art. 2506, comma 4, c.c. per la scissione asimmetrica.

informazioni contenute nelle relazioni [degli amministratori e degli esperti] non costituisce motivo sufficiente per la sospensione dell’efficacia o l’annullamento della decisione” dei soci sulla fusione.

La possibilità di impugnare la delibera di fusione per incongruità del rapporto di cambio e informazione insufficiente o non corretta è, dunque, esclusa e i soci possono solo essere “indennizzati in denaro”. Anche questa disposizione permette, di fatto, di realizzare con maggiore facilità le fusioni senza incorrere nel rischio di veti o blocchi da parte dei soci (e ciò – si osservi – addirittura nel caso in cui l’operazione sia avvenuta in violazione della legge).

C) Segnalo, infine, che l’art. 126-*bis*, comma 7, modificato dalla direttiva 2019/2021/UE, per cui il pagamento da effettuare in caso di rapporto di cambio incongruo (e di informazioni non corrette riguardo al rapporto) può essere effettuato sotto forma di “attribuzione di azioni o altro indennizzo anziché in denaro”. È possibile, dunque, assegnare ai soci, al posto di azioni, strumenti finanziari (azioni di altre società, obbligazioni, ecc.).

Anche solo queste norme della Direttiva *cross-border* determinano – come anticipato – un enorme effetto facilitativo per le fusioni (nell’ottica dello sviluppo del mercato, in particolare del controllo) e spostano la tutela dei soci sul piano meramente obbligatorio della “monetizzazione”.

Sono norme, direi, che mirano a generare efficienza e a “sostituire” le forme di tutela dei soci (nella direzione di: “torta più ampia, fetta più piccola, gusto diverso”), anche attraverso l’effetto di monitoraggio sull’azione del *management* realizzato da un migliore funzionamento del mercato del controllo. Il complesso di queste disposizioni conduce esattamente al risultato favorito dalle interpretazioni di una certa ala degli studiosi di analisi economica del diritto societario (“se una distribuzione ineguale è necessaria al fine di rendere la posta in palio maggiore, allora il dovere impone la disparità”, “nonostante il fatto che alcuni soci usciranno dall’attività [...] in condizioni peggiori”: con denaro anziché azioni, dovendo pretendere un indennizzo, etc.)¹⁵.

Seguendo di fatto questa impostazione teorica il diritto europeo e nazionale ammette ora un “peggioramento” (per richiamare il passo appena citato) delle condizioni degli azionisti nelle fusioni *cross-border*: esso è permesso – dall’art. 126-*bis*, comma 4, e dalla disciplina domestica – a fronte di una compensazione (attribuzione di denaro o strumenti finanziari

¹⁵ Cfr. di nuovo F.H. EASTERBROOK, D.R. FISCHER, *The economic*, cit., p. 110 ss. (l’azione risarcitoria, peraltro, non è esclusa nemmeno nel modello dei due studiosi citati, per cui il risultato realizzato, in particolare, dall’art. 126, comma 4, è pressoché identico a quello illustrato dagli stessi).

contro azioni, con il solo correttivo che sia concessa ai soci la possibilità di cedere tutte le azioni nell'ambito dell'operazione); esso è in altri casi autorizzato – dall'art. 126, comma 4, e dalla disciplina domestica – anche senza tale “automatica” compensazione: come detto, nelle ipotesi più estreme (concambio incongruo, informazione viziata) la compensazione è subordinata all'avvio da parte degli azionisti (e all'accoglimento da parte del Tribunale) di un'azione diretta ad ottenere un indennizzo in denaro.

7. *Tendenze ricavabili dall'esame comparatistico della disciplina dell'aumento di capitale: la limitazione del diritto di opzione, quantomeno in relazione al diritto di prelazione sull'inoptato*

Il secondo profilo che voglio segnalare riguarda il diritto di opzione in caso di aumento di capitale.

Ricordo che in altri ordinamenti il sistema normativo ha progressivamente abbandonato la regolamentazione del diritto di opzione, lasciandolo alla libertà contrattuale.

Un diritto di opzione obbligatorio viene reputato problematico per la raccolta di capitale da parte della società e per l'efficienza del mercato. È essenziale – si ritiene – che gli amministratori mantengano un certo grado di flessibilità nella progettazione della struttura finanziaria della società. La concessione del diritto di opzione agli azionisti richiede molto tempo, perché le azioni devono essere prima offerte agli azionisti esistenti, e può ostacolare la capacità della società di ottenere rapidamente nuove risorse finanziarie quando le condizioni di mercato sono favorevoli. La regola di *default* – ad esempio negli Stati Uniti – è allora che gli azionisti non devono necessariamente vedersi riconosciuto il diritto in caso di emissione di nuove azioni, a meno che lo statuto non lo preveda espressamente (è questo, cioè, un sistema di c.d. “*opt in*”) ¹⁶.

Anche in Europa alcuni Stati sono più liberali nel consentire l'esclusione del diritto di opzione. Talune legislazioni non prevedono un secondo turno (e cioè il diritto di c.d. “prelazione sull'inoptato”): ad esempio le leggi

¹⁶ Cfr. con riferimento al diritto statunitense spec. M. VENTORUZZO, *Issuing new shares and preemptive rights: a comparative analysis*, 12 *Rich. j. global l. & bus.*, 2013, p. 517 ss. Riporta S. M. BAINBRIDGE, *Corporate law*, 4^a ed., St. Paul, MN, 2020, p. 48, che circa due terzi degli Stati nord-americani seguono l'approccio *opt in* proposto dal § 6.30 del MBCA e che “virtualmente tutte le società quotate hanno scelto di eliminare il diritto di opzione, a causa delle complicazioni che questo comporta quando le società vogliono emettere nuove azioni”.

dei Paesi nordici permettono alla società di vendere immediatamente i diritti di sottoscrizione a terzi (cfr. per tutti il Cap. 11, Sez. 9, del diritto societario svedese). Questa alternativa, che non prevede un secondo *round*, consente alla società di vendere velocemente i diritti di sottoscrizione sul mercato. Queste legislazioni sono, dunque, più inclini ad aprire la società a nuovi investitori: il diritto di opzione è importante, ma è anche opportuno che l'impresa possa procedere rapidamente alla raccolta di capitale da terzi.

Ovviamente non è possibile allo stato superare il contenuto minimo delle norme della direttiva; come si è detto, però, l'art. 72 lascia aperte varie opzioni interpretative a livello nazionale, come, appunto, in tema di prelazione sull'inoptato, che non è regolato dalla direttiva 2017/1132/UE.

Faccio un altro esempio, ponendo un quesito: da un lato, l'art. 72 stabilisce che, in caso di esclusione o limitazione dell'opzione, “l'organo di amministrazione è tenuto a presentare a tale assemblea una relazione scritta che precisi i motivi per limitare o sopprimere il diritto di opzione e giustifichi il prezzo di emissione proposto”; dall'altro, l'art. 2441, comma 6, c.c. (con una norma più severa) richiede il necessario coinvolgimento dei sindaci (la relazione degli amministratori va “comunicata” al collegio sindacale e al soggetto incaricato della revisione legale dei conti almeno trenta giorni prima di quello fissato per l'assemblea). Questa norma nazionale è derogabile? È possibile – per accorciare i tempi dell'operazione – che lo statuto della società preveda che sull'operazione devono esprimersi solo gli amministratori e non i sindaci (fermo restando il loro generale dovere di vigilanza)?

Ora anche nel nostro Paese il tema dell'opzione sembra acquistare interesse. Come detto, l'art. 2441 c.c. dispone che nelle società con azioni quotate lo statuto può escludere il diritto di opzione nei limiti del dieci per cento del capitale sociale preesistente, a condizione che il prezzo di emissione corrisponda al valore di mercato delle azioni¹⁷. Lo schema originario di “Disegno di Legge Capitali” dell'aprile 2023 aveva proposto (all'art. 8) di incrementare dal 10% al 20% la soglia massima di azioni che può essere collocata a terzi. Una norma in questo senso era già stata introdotta dalla legislazione emergenziale c.d. “COVID”.

Questa disposizione (art. 8) è stata eliminata nell'ultima versione dello schema, ma è certo che – nell'ambito dei lavori – il tema è stato sollevato e ampiamente discusso. Si è suggerito di rimuovere l'art. 8 al fine di riponderare a breve “in modo organico tutta la disciplina”.

¹⁷ Cfr. in argomento per tutti G. BALP, *Sulla clausola statutaria di esclusione del diritto di opzione ai sensi del secondo periodo del quarto comma dell'art. 2441 c.c. e sul suo utilizzo*, in AGE, 2017, p. 255 ss.

Nell'ambito degli stessi lavori si è poi proposto di ridurre il *quorum* per introdurre la clausola sulla possibilità di escludere l'opzione sino al 10% dell'ammontare delle azioni emesse per le società quotate (51% come *quorum* deliberativo, al posto del 66,6%): anche questa norma non è passata.

Quale è stato il ragionamento in chiave critica rispetto a queste soluzioni più permissive, che sono state comunque ampiamente prospettate e discusse? Nell'ambito dei lavori si è affermato quanto segue: “la maggioranza dei 2/3 del capitale presente in assemblea dà ai soci che detengono complessivamente 1/3 del capitale un potere di «blocco» e rappresenta quindi uno strumento di controllo sull'operato della maggioranza: ridurre alla metà del capitale presente in assemblea il *quorum* per deliberare gli aumenti di capitale rende certo più semplice assumere la delibera, ma elimina al contempo una protezione [per i soci], consentendo a un socio che detenga il 50% più una azione di deliberare da solo operazioni che possono trasformare significativamente la società”¹⁸. Ancora una volta a prevalere è stato, probabilmente, il timore della possibile “trasformazione” della società, considerata come dato negativo da evitare, a fronte dell'esigenza prevalente di “proteggere i soci”.

8. *Tendenze ricavabili dall'esame de iure condendo della disciplina dell'o.p.a.: tecniche di esonero dall'obbligo di acquisto*

Veniamo all'ultimo tema: l'o.p.a.

Durante i lavori inerenti al “Disegno di Legge Capitali” si è chiaramente rilevato (da parte di alcuni pratici) che “l'obbligo di o.p.a. sorge quando vi sia un cambio di controllo nel capitale di una società quotata, cioè quando venga superata una certa soglia di partecipazione predeterminata dalla legge (il 25% e/o il 30%, a seconda delle dimensioni della società), con la conseguenza di dover perciò garantire a tutti gli altri soci la possibilità di disinvestire, cioè di vendere le proprie azioni in modo ordinato e a parità di condizioni [...]. Il che rende l'obbligo di o.p.a. particolarmente oneroso – tanto da diventare esso stesso il più formidabile deterrente al rischio di scalate (e così rendersi uno strumento più utile a proteggere gli interessi dei gruppi di comando che quelli delle minoranze azionarie per i quali era stato originariamente concepito)”¹⁹.

¹⁸ Cfr. “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, Senato della Repubblica – Commissione Finanze e Tesoro – Audizione dell'avv. Sergio Erede, 11 luglio 2023.

¹⁹ Cfr. sempre “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, Senato della Repubblica – Commissione Finanze e Tesoro – Audizione dell'avv. Sergio Erede, 11 luglio 2023.

Questa visione tendenzialmente critica – per cui l’o.p.a. è contraria all’efficienza del mercato del controllo (se non anche del mercato in generale) – si sta diffondendo (sia pure con varie cautele)²⁰ e anche nel nostro Paese si cerca di trovare un punto di equilibrio. Segnalo nell’ordine:

1) la proposta (di vari autori) di estendere su base generalizzata la disciplina dell’o.p.a. parziale: se gli azionisti di minoranza sono d’accordo, quantomeno dovrebbe essere concesso uno “sconto” al *bidder* (l’art. 106 stabilisce infatti che, se c’è il consenso della *majority of the minority*, il *bidder* è tenuto ad offrire di acquistare solo il 60% delle azioni)²¹;

2) la proposta di sostituire, quantomeno per le società di maggiori dimensioni, la disciplina dell’o.p.a. con quella dell’o.p.s., per permettere di realizzare – di fatto – fusioni “acquisitive”, senz’altro meno onerose per l’acquirente²²;

3) la proposta (avanzata nell’ambito dei lavori per il Disegno di Legge Capitali) di aumentare i casi di esonero dall’o.p.a., estendendolo ad esempio – oltre al caso della fusione – a quello del conferimento in natura [“l’ordinamento francese tratta il conferimento in natura allo stesso modo della fusione con una previsione ‘*ad hoc*’ (art. 234-9 del Règlement Général della AMF). Grazie ad essa, nel 2017, è stato possibile realizzare l’operazione di concentrazione tra Essilor e Luxottica, attraverso il conferimento della partecipazione di controllo detenuta in Luxottica da Delfin nel capitale della società francese Essilor (che è poi diventata EssilorLuxottica). A fronte di ciò, Delfin ha ricevuto una partecipazione nel capitale di Essilor superiore alla soglia del 30% fruendo della esenzione dall’obbligo di promuovere l’OPA obbligatoria disposta dall’AMF”]²³.

Mi pare che tutti questi ragionamenti vadano nel senso di ripensare il meccanismo dell’o.p.a., rivitalizzare il ruolo del mercato del controllo (e

²⁰ Cfr. per tutti, in chiave critica, J.L. HANSEN, *The mandatory bid rule: unnecessary, unjustifiable and inefficient*, Nordic & European company law working paper No. 18-01, in University of Copenhagen faculty of law research paper No. 2018-54 (che richiama, tra l’altro, la “paura irrazionale del nuovo azionista di controllo”, p. 11).

²¹ Tenuto anche conto del carattere di disciplina di armonizzazione minima della direttiva, dei vari modi in cui essa è stata implementata a livello nazionale e delle varie deroghe (assai diverse da Stato a Stato) che vengono concesse rispetto all’obbligo di offerta totalitaria: su questo punto specifico v. da ultimi R. SKOG, E. SJÖMAN, *Derogations from the mandatory bid rule*, su www.ecgi.it, 2024, ove una ricostruzione.

²² Cfr. M. LAMANDINI, *L’OPA nel quadro degli strumenti per il consolidamento transfrontaliero dell’industria europea*, in *Riv. soc.*, 2022, p. 922 ss.

²³ Cfr. sempre “Interventi a sostegno della competitività dei capitali”, Senato della Repubblica – Commissione Finanze e Tesoro – Audizione dell’avv. Sergio Erede, 11 luglio 2023.

dei capitali) e di ripensare le forme di tutela dei soci, quantomeno nell'ambito delle operazioni straordinarie.

9. Conclusione

Ritengo, dunque, di poter concludere – parafrasando il titolo del Convegno – che nel diritto societario ci troviamo di fronte ad un'epoca storica dove torna ad assumere importanza il tema dell'“efficienza” e, insieme ad esso, quello (non delle “garanzie” a prescindere, ma delle) “nuove garanzie” per i soci.

La sfida che abbiamo davanti – nel recepire ed interpretare le attuali e le nuove soluzioni normative che vengono e verranno prospettate – è complessa, ma sicuramente affascinante.