

# SOMMARIO

Prefazione .....	XXIX
1. La tutela degli <i>stakeholders</i> . L'espansione dell'interesse sociale .....	1
<i>a cura di Silvia Romanelli, Barbara Napolitano</i>	
1. Perché parliamo di <i>stakeholderism</i> : il recente dibattito e i cambiamenti in atto (di Silvia Romanelli) .....	1
2. Lo <i>shareholderism</i> ( <i>shareholder value</i> ) vs. lo <i>stakeholderism</i> (di Elisabetta Bellini, Silvia Basilico) .....	4
2.1. Che cos'è lo <i>stakeholderism</i> : lo "scopo della società" come perseguimento di interessi pubblicistici (tutela dell'ambiente, della salute, dei lavoratori e delle comunità) in aggiunta alla ricerca di profitto per i soci .....	4
2.2. Le origini dello <i>stakeholderism</i> : un dibattito che ha radici profonde e ravvivato dai recenti cambiamenti culturali ed economici .....	6
2.3. Quali cambiamenti per il diritto delle società per via dello <i>stakeholderism</i> ? I primi sviluppi in materia di responsabilità degli amministratori e oggetto sociale .....	9
3. Uno, nessuno, centomila interessi sociali .....	11
3.1. Premessa: dicotomia tra istituzionalismo e contrattualismo agli albori del dibattito (di Riccardo Salerno, Vincenzo Antonelli, Gabriele Ippolito) .....	11
3.2. I nuovi orizzonti del dibattito: il (re)ingresso di altri <i>players</i> (di Riccardo Salerno, Vincenzo Antonelli, Gabriele Ippolito) .....	15
3.2.1. Dalla regolamentazione dei mercati finanziari e lo <i>shareholder value</i> ... ..	15
3.2.2. ...alla Riforma del 2003 e la riscoperta dell'istituzionalismo .....	17
3.2.3. La "rivalorizzazione" delle minoranze nella <i>Shareholder Rights Directive</i> : il paradosso degli investitori professionali nella <i>stewardship</i> e nell' <i>engagement</i> e la "lotta" al c.d. <i>short-termism</i> .....	20
3.2.4. Gli "altri" <i>stakeholder</i> .....	28
3.2.5. Verso quale direzione? .....	31
3.3. Il successo "sostenibile" nel contesto europeo e domestico (di Barbara Napolitano, Serena Fichera) .....	31
3.3.1. Il contesto europeo e la "rinnovata" attenzione sulla responsabilità sociale d'impresa. Nozione di <i>corporate social responsibility</i> .....	31
3.3.2. La irreversibile presa di coscienza degli investitori e i <i>Socially Responsible Investing Principles</i> .....	34
3.3.3. La considerazione degli obiettivi di sostenibilità nell'attuale contesto domestico tra codice civile e carta costituzionale .....	37

3.3.4.	Cambiamento di passo: informativa non finanziaria e le nuove prospettive e Codice di Autodisciplina .....	40
3.3.5.	L'impatto della strategia di successo sostenibile sui doveri degli amministratori: una prospettiva europea .....	42
4.	Alcune questioni di carattere applicativo: l'interesse (extra)sociale sotto la lente di ingrandimento .....	45
4.1.	La sostenibilità nella definizione dell'assetto organizzativo e decisionale (di <i>Barbara Napolitano, Serena Fichera</i> ) .....	45
4.1.1.	Il dovere di predisporre assetti organizzativi adeguati .....	45
4.1.2.	Ampliamento dei doveri gestori e della responsabilità degli amministratori nell'esistente <i>framework</i> europeo .....	46
4.1.2.1.	<i>Disclosure</i> non finanziaria .....	46
4.1.2.2.	Obiettivi del Regolamento Tassonomia e possibili riflessi .....	49
4.1.2.3.	Direttiva sulla responsabilità delle imprese .....	51
4.1.3.	Il nuovo bilanciamento di interessi alla luce della riforma <i>Sustainable Corporate Governance</i> : la tutela degli <i>stakeholder</i> rilevanti tra considerazioni teoriche e riflessi pratici .....	51
4.2.	La sostenibilità nel reperimento delle risorse finanziarie (di <i>Barbara Napolitano, Serena Fichera</i> ) .....	53
4.2.1.	Iniziative dirette a garantire la trasparenza informativa nel settore finanziario .....	53
4.2.2.	Caratteristiche degli strumenti di finanza sostenibile nella prassi: i c.d. <i>green bond</i> , i <i>Sustainability-linked bond</i> e le etichette <i>green</i> .....	54
4.3.	La sostenibilità nei processi di integrazione e nelle operazioni straordinarie (di <i>Barbara Napolitano, Serena Fichera</i> ) .....	58
4.3.1.	Esigenze di riforma dei documenti di offerta: la Direttiva OPA .....	58
4.3.2.	<i>Initial public offerings</i> e prospettive di riforma del Regolamento Prospetto .....	59
4.4.	Cenni sull'opportunità, o la necessità, di modificare l'oggetto sociale per includervi riferimenti agli interessi degli <i>stakeholder</i> (di <i>Elisabetta Bellini, Silvia Basilico</i> ) .....	61
2.	La gestione prudente. Dagli assetti organizzativi ai processi decisionali .....	65
	<i>a cura di Stefano Cacchi Pessani</i>	
1.	Assetti organizzativi e responsabilità dell'organo amministrativo da inadeguata gestione "organizzativa" (di <i>Giovanni Maria Fumarola</i> ) .....	66
1.1.	Introduzione: con la riforma del diritto societario del 2003, oltre la gestione "operativa" dell'impresa, gli amministratori devono anche condurre la gestione "organizzativa" della stessa .....	66
1.2.	Secondo la visione tradizionale dei giuristi delle società, assumeva rilevanza il solo riparto di competenza fra organi e non anche lungo la gerarchia aziendale di uffici e funzioni .....	67

1.3.	La nozione di assetti organizzativi è presa in prestito dalle scienze aziendalistiche: essi sono il complesso di regole che stabiliscono formalmente “chi fa cosa”, “come e quando questo qualcosa deve essere fatto” e “chi controlla/vigila su chi quel qualcosa fa” .....	68
1.4.	Il funzionamento degli assetti organizzativi comporta la procedimentalizzazione nella gestione dell’impresa, cioè il funzionamento di un predeterminato sistema gerarchico di riporti decisionali e di flussi informativi, sia in senso orizzontale, sia verticale .....	69
1.5.	La predisposizione degli assetti organizzativi è stata inizialmente prevista negli ordinamenti settoriali ( <i>in primis</i> quello bancario e assicurativo), nei quali gli assetti concorrevano a tutelare anche gli interessi dei risparmiatori (ad es. i correntisti o gli assicurati) .....	70
1.6.	Non esistono assetti organizzativi che siano adeguati per tutte le imprese ma essi devono essere adeguati alla specifica e singola impresa, tenendo in considerazione la sua dimensione e la natura della sua attività .....	72
1.7.	La mancata predisposizione di adeguati assetti organizzativi rappresenta inosservanza da parte degli amministratori di un dovere specifico di legge e perciò li espone a responsabilità .....	78
1.8.	Il singolo amministratore può essere ritenuto responsabile solo se si accerta il nesso causale fra la sua omissione e il danno subito dalla società, anche tenendo conto delle eventuali deleghe .....	80
1.9.	Gli amministratori che hanno omesso di predisporre gli assetti organizzativi non possono invocare a loro difesa l’insindacabilità nel merito, da parte del giudice, della loro decisione, mentre possono farlo nel caso in cui abbiano predisposto assetti inadeguati .....	85
2.	Gli organi di controllo ( <i>di Michela Sandri</i> ) .....	89
2.1.	La funzione di controllo: duplicazioni o sinergie? L’ampiezza del catalogo dei soggetti cui sono attribuite funzioni di controllo e la necessità di una razionalizzazione .....	89
2.2.	Il collegio sindacale .....	90
2.2.1	Doveri di vigilanza. Ricognizione degli ampi doveri di vigilanza imposti al collegio sindacale .....	90
2.2.2.	Poteri informativi e poteri reattivi. I poteri-doveri del collegio sindacale nell’esercizio delle proprie funzioni: dalla raccolta delle informazioni all’intervento .....	97
2.2.2.1.	I poteri informativi come principale strumento per l’esercizio del dovere di vigilanza .....	97
2.2.2.2.	La reazione del collegio a eventuali anomalie o irregolarità: i poteri reattivi .....	100
2.2.3.	La responsabilità dei sindaci. I presupposti della responsabilità esclusiva e concorrente dei sindaci, anche nell’interpretazione della giurisprudenza .....	101
3.	Gestione prudente del gruppo e rischi da “eterodirezione” ( <i>di Pietro Faggiola</i> ) .....	105
3.1.	I gruppi di imprese: logica imprenditoriale unitaria e pluralità di soggetti giuridici .....	105

3.1.1.	La rilevanza giuridica del gruppo: l'attività di direzione e coordinamento. Il fenomeno economico del gruppo di imprese si identifica, in termini giuridici, con l'esercizio dell'attività di direzione e coordinamento, per tale intendendosi una ingerenza sistematica e continuativa della capogruppo nelle scelte gestorie della società eterodiretta .....	105
3.1.2.	Nessi e divergenze tra direzione unitaria e controllo. L'esercizio della direzione e coordinamento differisce dalla titolarità del controllo. Tuttavia, in presenza di un rapporto di controllo, la direzione e coordinamento della controllante sulla controllata è presunta .....	107
3.1.3.	(Segue). Vincere la presunzione: gli indici "sintomatici" della direzione e coordinamento. Si può superare la presunzione fornendo la prova dell'insussistenza, in concreto, dell'attività di direzione e coordinamento, avuto riguardo a una serie di presupposti che tipicamente caratterizzano la direzione unitaria della controllante sulla controllata (i c.d. "indici sintomatici") .....	108
3.2.	La dialettica tra interesse di gruppo e tutela individuale .....	109
3.2.1.	Processi decisionali <i>top-down</i> e doveri degli amministratori della società eterodiretta. L'esercizio della direzione e coordinamento riduce, nei fatti, l'autonomia gestoria della società eterodiretta. Tuttavia, da un punto di vista giuridico, gli amministratori di quest'ultima non sono destinatari di un dovere di "obbedienza" alle istruzioni di vertice .....	109
3.2.2.	I limiti al potere della capogruppo a tutela dei soci c.d. "esterni" e dei creditori sociali. La direzione e coordinamento incontra un limite nei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale, i quali, se violati, legittimano i soci di minoranza e i creditori sociali ad agire verso la capogruppo .....	112
3.2.3.	(Segue). I c.d. "vantaggi compensativi". Le condotte che arrecano un danno alle società eterodirette non espongono la capogruppo a responsabilità se il pregiudizio risulta "compensato" avuto riguardo alla complessiva gestione del gruppo .....	114
3.2.4.	I presidi di natura "organizzativa". La legge prevede dei doveri di trasparenza e – per le società quotate – dei presidi organizzativi in capo alle società soggette a direzione e coordinamento a tutela dei soci di minoranza e dei creditori .....	115
3.3.	Disciplina del gruppo e c.d. " <i>active partnership</i> " degli investitori di <i>private equity</i> .....	116
4.	Profili fiscali (di Carmen Mione, Michela Rubbi, Francesco Saverio Scandone) .....	120
4.1.	La <i>Corporate Tax Governance</i> .....	120
4.1.1.	Definizione di <i>Corporate Tax Governance</i> e rischio fiscale. La gestione dei rischi penali tributari grazie a una efficiente <i>corporate tax governance</i> anche alla luce dei recenti effetti del Covid-19 .....	120
4.1.2.	Il ruolo della <i>Corporate Social Responsibility</i> (quale opposto dell' <i>Aggressive Tax Planning</i> ) nella strategia fiscale. La crescente attenzione al rischio reputazionale e alla <i>Corporate Social Responsibility</i> quale elemento fondamentale nella predisposizione della strategia fiscale .....	124

4.2.	Cenni su alcuni dei principali rischi fiscali .....	125
4.2.1.	Operazioni infragruppo. Le criticità relative ai prezzi di trasferimento anche alla luce degli effetti del Covid-19 .....	125
4.2.2.	Gestione della <i>governance</i> delle filiali estere ( <i>i.e.</i> esteroinvestizione). I criteri di collegamento individuati dal legislatore tributario per l'attrazione della residenza fiscale nel territorio dello Stato .....	127
4.3.	La <i>best practice</i> italiana e internazionale per una corretta gestione del rischio fiscale .....	129
4.3.1.	Il Modello 231 e le novità introdotte dalla Riforma penale tributaria. Il nuovo <i>risk assessment</i> esteso all'area tributaria .....	129
4.3.2.	Il <i>Tax Control Framework</i> . Confronto con il Modello 231: un presidio dei rischi fiscali più completo rispetto al Modello 231. Dall'OCSE un nuovo modello di rilevazione, misurazione, gestione e controllo dei rischi fiscali .....	130
4.3.3.	Il regime di Adempimento collaborativo o <i>Cooperative Compliance</i> . Un ulteriore <i>step</i> nella costruzione di un miglior rapporto tra Fisco e contribuenti .....	132
4.3.4.	ICAP (cenni). Una nuova forma di <i>Cooperative Compliance</i> , su base internazionale e multilaterale .....	136
4.3.5.	Documentazione <i>Transfer Pricing</i> . Gli oneri documentali in materia di prezzi di trasferimento alla luce dei recenti orientamenti dell'Agenzia delle Entrate .....	137
3.	La struttura finanziaria. Articolazione e stratificazione delle fonti di finanziamento dell'impresa .....	139
	<i>a cura di Giovanni Domenichini</i>	
	Introduzione ( <i>di Giovanni Domenichini</i> ) .....	140
1.	Il finanziamento azionario ( <i>di Matteo Maria Pratelli</i> ) .....	142
1.1.	La raccolta di capitale di rischio come tecnica fondamentale e imprescindibile di finanziamento dell'impresa societaria. Inquadramento e delimitazione del tema .....	142
1.2.	L'evoluzione delle caratteristiche del finanziamento azionario: dalla standardizzazione alla contrattualizzazione .....	143
1.2.1.	Il superamento della regola di proporzionalità rispetto al conferimento .....	144
1.2.2.	Categorie di azioni e "atipicità" del finanziamento azionario (ovvero: esistono ancora le azioni ordinarie?) .....	146
1.2.3.	(Segue). Flessibilità nella configurazione dei diritti patrimoniali .....	149
1.2.4.	(Segue). Flessibilità nella configurazione dei diritti amministrativi e di <i>governance</i> .....	150
1.2.5.	(Segue). Possibilità di adattare le caratteristiche delle azioni alle condizioni soggettive del titolare .....	153
1.2.6.	Alcuni "casi limite": azioni senza conferimento .....	154

1.2.7.	(Segue). Azioni “senza rischio” e a rendimento garantito .....	155
1.2.8.	Il rovescio della medaglia: “convivenze difficili” (e possibili conflitti) tra categorie di azioni con diritti diversi .....	157
2.	Il finanziamento obbligazionario (di Antonio La Porta, Giovanni Battaglia, Stefania Roma, Marco Cattani, Ludovica Sofia Ruspantini) .....	159
2.I.	Inquadramento generale e tipologie .....	159
2.II.	Il limite all'emissione (o ciò che ne resta) .....	163
2.III.	L'emissione .....	168
2.IV.	L'organizzazione degli obbligazionisti tra disciplina legale e convenzionale .....	172
2.V.	I titoli di debito delle s.r.l. ....	179
2.1.	Alcune figure peculiari .....	181
2.1.1.	Obbligazioni convertibili .....	181
2.1.1.1.	Le varie ipotesi di conversione .....	182
2.1.1.2.	La competenza dell'assemblea straordinaria e la delega agli amministratori .....	183
2.1.1.3.	La conversione .....	185
2.1.1.4.	Le vicende societarie in presenza di prestiti convertibili .....	188
2.1.2.	Cenni su obbligazione convertende e irredimibili .....	189
2.2.	Strumenti di finanziamento alternativi al canale bancario .....	190
2.2.1.	Il c.d. “bancocentrismo” e gli interventi normativi volti a scardinarlo .....	190
2.2.2.	I <i>minibond</i> . Uno strumento già esistente, utilizzabile da nuovi soggetti .....	192
2.2.2.1.	Definizione .....	192
2.2.2.2.	Alcune innovazioni legislative rilevanti .....	192
2.2.2.3.	I soggetti coinvolti .....	194
2.2.2.4.	Un bilancio finale: vantaggi e svantaggi. Cenni al mercato dei <i>minibond</i> .....	195
2.2.3.	I <i>basket bond</i> .....	196
2.2.3.1.	Fondamento normativo e struttura .....	196
2.2.3.2.	Un bilancio finale. Cenni al mercato dei <i>basket bond</i> .....	197
2.2.4.	I fondi di credito .....	198
2.2.4.1.	Il superamento della riserva d'attività con il Decreto Competitività .....	198
2.2.4.2.	L'erogazione diretta di finanziamenti da parte dei fondi di credito .....	199
2.2.5.	Cenni ai fenomeni di ingerenza/controllo sulle scelte gestionali .....	200
3.	Forme di finanziamento “intermedie” (a cavallo fra il capitale di rischio e il capitale di debito) o “ibride” (di Filippo Chiodini) .....	201
3.1.	La tradizionale distinzione fra capitale di debito e capitale di rischio .....	201
3.2.	La diversa propensione al rischio di soci e creditori. Le possibili contrapposizioni .....	201
3.3.	Il contemperamento fra gli interessi di soci e creditori .....	202
3.3.1.	Alcune delle principali norme che regolano le posizioni di creditori e soci, contemperando i relativi interessi .....	203

3.3.2.	Alcuni casi in cui – nella prassi – la distinzione, da un punto di vista economico, fra le posizioni di socio e creditore tende ad essere meno evidente .....	204
3.3.3.	(Segue). Il socio che immette risorse finanziarie nella società senza aumentarne il capitale .....	204
3.3.4.	(Segue). L'apporto di capitale di debito con riserva di beneficiare del positivo andamento dell'impresa finanziata .....	205
3.3.5.	(Segue). L'apporto di capitale mediante sottoscrizione di strumenti "ibridi" che, a seconda delle specifiche caratteristiche, possono essere annoverati fra il capitale di rischio ovvero di debito .....	206
3.4.	Le caratteristiche necessarie alla contabilizzazione di uno strumento finanziario quale risorsa propria della società emittente (capitale di rischio) ovvero quale debito .....	207
3.5.	Le principali forme di finanziamento "intermedie" o "ibride" .....	210
3.6.	(Segue). I finanziamenti soci "postergati" .....	210
3.6.1.	Nozione, <i>ratio</i> e operatività .....	210
3.6.2.	Finanziamenti intragruppo ( <i>cross-stream</i> ; <i>upstream</i> ) .....	214
3.6.3.	Finanziamenti in qualsiasi forma effettuati: rapporti commerciali e <i>cash pooling</i> . Prestiti obbligazionari? .....	216
3.6.4.	Postergazione e prededucibilità: l'art. 182- <i>quater</i> l. fall. ....	219
3.6.5.	La sospensione della postergazione per i finanziamenti effettuati tra il 9 aprile 2020 e il 31 dicembre 2020 a opera del Decreto "Liquidità" in reazione alla pandemia Covid-19 .....	221
3.6.6.	Classificazione contabile .....	221
3.7.	(Segue). Versamenti in conto capitale, a fondo perduto, in conto aumento di capitale e in conto futuro aumento di capitale .....	222
3.7.1.	Nozione e <i>ratio</i> .....	222
3.7.2.	Versamenti in conto capitale, a fondo perduto e a copertura perdite .....	223
3.7.3.	Versamenti in conto aumento di capitale e in conto futuro aumento di capitale .....	225
3.7.4.	Spunti operativi: riserve targate e (ciononostante) di patrimonio netto. Clausola di inesigibilità <i>durante societate</i> .....	228
3.7.5.	Schema riepilogativo .....	228
3.8.	(Segue). Finanziamenti "mezzanini" e <i>warrant</i> .....	229
3.8.1.	Nozione di finanziamento "mezzanino" .....	229
3.8.2.	Diverse possibili forme di finanziamento mezzanino .....	230
3.8.3.	<i>Equity kicker</i> : facoltà di ottenere una partecipazione nel capitale di rischio "in sostituzione" o "in aggiunta" al credito .....	233
3.8.4.	(Segue). <i>Warrant</i> .....	234
3.8.5.	Cenni alla disciplina dell'emissione di <i>warrant</i> .....	236
3.8.6.	Cenni alla disciplina contabile dei <i>warrant</i> .....	238
3.9.	(Segue). Strumenti finanziari partecipativi .....	240
3.9.1.	Nozione, <i>ratio</i> e utilizzo pratico .....	240
3.9.2.	Distinzione fra SFP rappresentativi di "capitale di rischio" ( <i>equity-like</i> ) e di "capitale di debito". Implicazioni pratiche .....	244

3.9.3. Diritti patrimoniali .....	249
3.9.4. Diritti amministrativi .....	250
3.9.5. Convertibilità in azioni, problematiche e soluzioni pratiche .....	251
3.10. (Segue). Strumenti finanziari rappresentativi di un patrimonio destinato a uno specifico affare (cenni) .....	255
3.10.1. Nozione .....	255
3.10.2. Condizioni per la segregazione contabile .....	255
3.10.3. Un recente utilizzo del patrimonio destinato a un unico affare, con emissione di strumenti finanziari di partecipazione all'affare .....	257
3.10.4. Condizioni per la segregazione contabile ( <i>derecognition</i> ) del patrimonio destinato .....	257
3.11. (Segue). Altri strumenti "ibridi" .....	258
3.11.1. Azioni "a tempo" o "auto-estinguibili" .....	258
3.11.2. Azioni "convertibili" in obbligazioni? .....	260
4. Principali aspetti fiscali delle diverse fonti di finanziamento dell'impresa (di Stefano Brunello, Paolo Ronca, Elena Valdetaro) .....	260
4.1. Aumenti di capitale e versamenti a patrimonio netto non restituibili: trattamento fiscale per la società e per il socio .....	260
4.2. Debito e prestiti obbligazionari: trattamento fiscale per la società e il creditore/obbligazionista .....	262
4.2.1. Finanziamenti .....	262
4.2.2. Obbligazioni .....	263
4.3. Finanziamenti soci (aspetti fiscali delicati nelle strutture di M&A) .....	265
4.4. Strumenti finanziari diversi dalle azioni e dalle obbligazioni .....	267

#### 4. Operazioni straordinarie. Processi decisionali e allocazione dei rischi ..... 269

*a cura di Vittoria Giustiniani*

1. Aumenti di capitale in denaro e in natura (di Augusto Praloran, Giulia Tanzini) .....	270
1.1. Breve inquadramento .....	270
1.1.1. Prezzo e sovrapprezzo .....	271
1.1.2. La delibera assembleare .....	272
1.1.3. La fase di sottoscrizione ed esecuzione .....	272
1.2. L'aumento delegato del capitale sociale .....	274
1.3. Aumenti di capitale in denaro e abuso di maggioranza .....	277
1.3.1. L'evoluzione giurisprudenziale della figura dell'abuso .....	277
1.3.2. L'abuso di maggioranza negli aumenti di capitale .....	278
1.3.3. La casistica .....	279
1.4. Aumenti di capitale in natura: dagli apporti di attività strategiche a strumenti per realizzare le <i>business combination</i> .....	281
1.4.1. Il procedimento di stima ordinario .....	282
1.4.2. Il procedimento di stima "alternativo" nelle società per azioni .....	283
1.4.3. Gli aumenti di capitale in natura come mezzo di aggregazione tra imprese .....	284
1.5. Aumenti in denaro con esclusione o limitazione del diritto d'opzione .....	286



1.5.1.	La disciplina per le S.p.A. ....	286
1.5.2.	Le ipotesi di esclusione o limitazione del diritto di opzione nelle S.p.A. ....	287
1.5.3.	La disciplina per le S.r.l. ....	289
1.6.	Profili di responsabilità degli amministratori nelle operazioni di aumento del capitale sociale .....	290
2.	Fusioni e altre operazioni acquisitive	
	(di Augusto Praloran, Francesca Di Carpegna Brivio) .....	292
2.1.	Principali differenze tra fusioni e altre operazioni acquisitive (business combination) .....	292
2.2.	Concambio, conguagli in denaro e cash mergers .....	293
2.2.1.	Scopo del concambio, modalità di concambio e conguagli in denaro .....	293
2.2.2.	Cash merger come strumento di rivalutazione della partecipazione e distribuzione di risorse: rinvio all'analisi fiscale .....	295
2.3.	L'acquisto delle minoranze e il danno da concambio .....	295
2.3.1.	Come si configura il danno da concambio .....	295
2.3.2.	I rimedi a disposizione dei soci di minoranza lesi .....	295
2.4.	Merger leveraged buyout .....	296
2.4.1.	Introduzione sulla genesi della disciplina e sugli interessi tutelati .....	296
2.4.2.	Elementi distintivi di questo tipo di fusione rispetto a quella ordinaria .....	297
2.4.3.	Focus sul parere di sostenibilità e sulla delibera di approvazione di assistenza finanziaria fuori fusione .....	300
2.4.4.	Analisi del mercato e crescente frequenza del ricorso a queste operazioni .....	301
2.5.	Successione nei rapporti giuridici, nei debiti e nei crediti .....	301
2.5.1.	Successione nei debiti e nei crediti .....	301
2.5.2.	Successione nei contratti e diritto di recesso del contraente ceduto come ipotesi residuale .....	303
2.6.	L'iter della fusione: ordinario e semplificato .....	304
2.6.1.	Breve descrizione delle differenze tra i due processi .....	304
2.6.2.	Altre semplificazioni in termini temporali e documentali .....	306
2.6.3.	Casistica della fusione semplificata .....	307
3.	Scissioni come operazioni di cessione di beni	
	(di Augusto Praloran, Francesca Di Carpegna Brivio) .....	308
3.1.	Principali differenze tra scissioni e compravendite .....	308
3.2.	L'iter della scissione: ordinario e semplificato .....	310
3.3.	Successione nei rapporti giuridici .....	312
3.4.	Scissioni non proporzionali e asimmetriche: disciplina e profili pratici .....	315
4.	Offerte pubbliche di acquisto e/o scambio .....	318
4.1.	La disciplina generale dell'offerta pubblica di acquisto e/o scambio (di Filippo Emanuele Sani) .....	318
4.1.1.	La nozione di offerta pubblica di acquisto e/o scambio .....	318
4.1.2.	Gli interessi sottesi alla disciplina generale dell'OPA e la sequenza procedimentale .....	319
4.1.3.	Il "lancio" dell'OPA: contenuti e struttura del comunicato dell'offerente .....	322
4.1.4.	L'irrevocabilità dell'offerta e le condizioni all'efficacia della stessa: natura giuridica e casistica .....	325

4.1.5.	Il documento di offerta e il perimetro dei poteri istruttori di CONSOB .....	329
4.2.	L'OPA obbligatoria totalitaria (di Alessandro Capogrosso) .....	332
4.2.1.	Principi europei ed elementi fondamentali .....	332
4.2.2.	Le soglie rilevanti e l'oggetto dell'OPA obbligatoria totalitaria .....	334
4.2.3.	Disposizioni anti-elusive dell'obbligo di offerta: gli acquisti di concerto, la <i>hidden ownership</i> e l'OPA "a cascata" .....	338
4.2.4.	Il corrispettivo dell'OPA obbligatoria totalitaria .....	340
4.2.5.	Le principali esenzioni dall'obbligo di offerta .....	342
4.2.6.	La violazione dell'obbligo di offerta .....	347
4.2.7.	Il " <i>private enforcement</i> " dell'obbligo di offerta: la responsabilità civile .....	350
4.3.	La posizione della <i>target</i> : il comunicato dell'emittente (di Vittoria Giustiniani) .....	353
4.3.1.	Funzione e contenuti .....	353
4.3.2.	(Segue). Nuove tendenze evolutive: il comunicato dell'emittente come "manifesto" difensivo .....	357
4.3.3.	Doveri e responsabilità degli amministratori .....	361
4.4.	Le misure difensive e la <i>passivity rule</i> (di Vittoria Giustiniani) .....	364
4.4.1.	Le misure difensive: "contendibilità del controllo", "tutela delle ragioni di investimento" e "disintermediazione" del consiglio di amministrazione nelle OPA ostili .....	364
4.4.2.	(Segue). La " <i>passivity rule</i> " tra regole e deroghe .....	368
4.4.3.	Le misure di contrasto: un tentativo di classificazione .....	375
4.4.4.	Principali tipologie di misure difensive .....	378
4.4.5.	(Segue). Le deviazioni dal principio <i>one share – one vote</i> e la <i>breakthrough rule</i> .....	381
4.4.6.	Misure difensive e responsabilità degli amministratori .....	384
5.	Operazioni straordinarie e <i>market abuse regulation</i> (di Federica Munno) .....	390
5.1.	La <i>ratio</i> della normativa <i>market abuse</i> e le fonti tra <i>framework</i> europeo e peculiarità locali .....	390
5.2.	Cosa si intende per "informazione privilegiata", quando un'informazione solo rilevante diventa anche privilegiata e quali i presupposti per il ritardo nella sua diffusione .....	393
5.2.1.	Precisione e materialità come elementi caratterizzanti l'informazione privilegiata: concetti dai confini spesso labili .....	393
5.2.2.	Il divenire di un'informazione privilegiata: non tutte le informazioni rilevanti sono (o diventano) <i>price sensitive</i> .....	395
5.2.3.	Quando è possibile ritardare la comunicazione di un'informazione privilegiata: un delicato bilanciamento tra l'interesse dell'emittente e del mercato .....	397
5.3.	Il principio di parità di trattamento tra simmetria informativa e <i>selective disclosure</i> : l'atteggiarsi dell'interesse sociale in alcuni tipizzati casi di asimmetria informativa .....	398
5.3.1.	Il "normale esercizio di un'occupazione, una professione o una funzione" ai sensi del Regolamento MAR: l'importanza del rapporto giustificativo sottostante al rapporto tra emittente e soggetto selettivamente informato .....	400

5.3.2.	Il <i>cleansing</i> nel contesto di fusione e OPA quale ripristino della simmetria informativa: il rimedio <i>ex post</i> che legittima la <i>selective disclosure</i> nel contesto di operazioni caratterizzate da un intrinseco interesse sociale .....	402
5.3.3.	I sondaggi di mercato quale eccezione <i>ex lege</i> al divieto di <i>selective disclosure</i> : l'interesse sociale si sostanzia nell'utilità del <i>market sounding</i> volto a testare la potenziale operazione .....	404
5.4.	I rischi di <i>insider trading</i> nelle fasi propedeutiche all'OPA: l'" <i>insider</i> di se stesso" tra MAR e Cassazione .....	406
6.	Profili fiscali (di <i>Fabiola Rossi, Alessandra Pulito</i> ) .....	408
6.1.	Il conferimento di partecipazioni a c.d. "realizzo controllato": analisi congiunta dei commi 2 e 2-bis dell'art. 177 del D.P.R. n. 917/1986, tenuto conto delle novità legislative introdotte dal c.d. "Decreto Crescita 2019" – (In)applicabilità ai conferimenti "minusvalenti" .....	408
6.2.	Le operazioni di <i>leveraged cash out</i> : alcuni profili di abuso del diritto nella recente prassi dell'Amministrazione finanziaria .....	411
6.3.	Incentivi fiscali alle aggregazioni aziendali introdotti dall'art. 1, commi 233-243, della L. n. 178/2020: aspetti principali .....	414

## 5. Crisi d'impresa: principali forme e possibili soluzioni ..... 417

*a cura di Vittorio Lupoli*

1.	Perdita della continuità aziendale, perdita del capitale sociale, "crisi" e insolvenza: quando e come reagire (di <i>Vittorio Lupoli</i> ) .....	418
1.1.	Le varie forme di emersione della situazione di difficoltà .....	418
1.2.	Valutazioni prognostiche e orizzonte temporale .....	419
1.2.1.	Continuità aziendale .....	419
1.2.2.	Perdite rilevanti .....	419
1.2.3.	Crisi .....	420
1.2.4.	Insolvenza .....	420
1.3.	Doveri degli amministratori di imprese in difficoltà .....	420
1.3.1.	Continuità aziendale .....	421
1.3.2.	Perdite rilevanti .....	421
1.3.3.	Crisi .....	422
1.3.4.	Insolvenza .....	422
1.3.5.	Minimo comune denominatore: gestione conservativa .....	423
1.4.	Strumenti per affrontare le varie situazioni di difficoltà: cenni introduttivi .....	424
2.	Incertezze sulla continuità aziendale: cosa fare? (di <i>Filippo Chiodini</i> ) .....	426
2.1.	Introduzione .....	426
2.2.	La valutazione della sussistenza della continuità aziendale va svolta (non solo in occasione dell'approvazione del bilancio, bensì) su base continuativa .....	426
2.3.	Presupposti per la redazione del bilancio (e di situazioni contabili infra-annuali) secondo il postulato della continuità aziendale, anche in presenza di incertezze.....	429

2.4.	L'orizzonte temporale di valutazione della continuità aziendale è di (almeno) dodici mesi dalla chiusura dell'esercizio .....	436
2.5.	Crisi e insolvenza (se reversibili) non pregiudicano necessariamente la continuità aziendale .....	437
2.6.	Spunti operativi: la gestione conservativa dell'impresa nell'interesse prioritario dei creditori .....	440
3.	Perdita del capitale sociale ( <i>di Lucio Guttilla</i> ) .....	440
3.1	La disciplina delle perdite rilevanti del capitale sociale e la sua <i>ratio</i> .....	440
3.1.1.	Le perdite rilevanti .....	440
3.1.2.	La <i>ratio</i> della disciplina .....	443
3.2.	I doveri informativi e di reazione degli organi sociali: art. 2446 (o 2482-bis) c.c. e art. 2447 (o 2482-ter) c.c. ....	445
3.2.1.	I doveri degli amministratori .....	445
3.2.2.	I doveri dell'organo di controllo .....	448
3.2.3.	Il ruolo dell'assemblea .....	448
3.3.	La perdita del capitale sociale quale causa di scioglimento "automatica" della società; la responsabilità degli amministratori per operazioni non "conservative" .....	448
3.4.	La sospensione del principio "ricapitalizza o liquida" nelle more di una ristrutturazione: art. 182-sexies l. fall. ....	450
3.5.	La sospensione della disciplina in materia di perdite rilevanti per effetto della normativa emergenziale .....	452
3.6.	La sospensione della disciplina in materia di perdite rilevanti nell'ambito della "composizione negoziata per la soluzione della crisi d'impresa" .....	454
4.	Crisi e insolvenza attuale e prospettica ( <i>di Lucio Guttilla, Filippo Chiodini</i> ) .....	455
4.1	Il concetto di insolvenza .....	455
4.1.1.	L'insolvenza attuale e le sue manifestazioni esteriori .....	457
4.1.2.	L'insolvenza prospettica (o imminente) .....	461
4.1.3.	Il concetto di insolvenza reversibile .....	462
4.2.	Il concetto di crisi nella legge fallimentare e nel CCII .....	463
4.2.1.	La crisi nella legge fallimentare .....	463
4.2.2.	La crisi nel CCII .....	464
5.	La selezione dello strumento di composizione della crisi più adeguato ( <i>di Gianpaolo Ciervo</i> ) .....	468
5.1.	Introduzione .....	468
5.2.	La selezione dello strumento più adeguato .....	472
5.2.1.	La necessità di proteggere l'attivo dalle azioni dei creditori .....	472
5.2.2.	La necessità di sospendere la regola "ricapitalizza o liquida" e la causa di scioglimento per riduzione del capitale sociale sotto il minimo legale .....	478
5.2.3.	La necessità di nuova finanza prededucibile .....	480
5.2.4.	L'entità, la sostenibilità, la tipologia dell'indebitamento nonché il numero dei debitori e il grado di parcellizzazione del debito in capo agli stessi .....	483
5.2.5.	La prosecuzione dell'attività d'impresa vs. la liquidazione della stessa .....	487

5.2.6.	La necessità di perseguire una soluzione della crisi o dell'insolvenza a livello di gruppo .....	490
5.2.7.	L'esigenza di riservatezza circa l'esistenza di una situazione di crisi o insolvenza e il ricorso a uno degli strumenti per risolverla .....	493
5.2.8.	La necessità di ottenere la sospensione e/o lo scioglimento di contratti non interamente eseguiti da entrambe le parti ovvero la rideterminazione dei termini contrattuali post-Covid-19 .....	494
6.	La personalizzazione dei diritti sociali. Governare la complessità degli assetti proprietari.....	499
	<i>a cura di Giulia Bianchi Frangipane</i>	
1.	Scelta del tipo societario .....	499
1.1.	Le società di persone: tipi in via di estinzione ( <i>di Alessandro Ippolito</i> ).....	499
1.1.1.	Introduzione .....	499
1.1.2.	Il regime di responsabilità .....	500
1.1.3.	Una questione ancora dibattuta: le società di mero godimento .....	501
1.1.4.	Altri aspetti: l'imputazione per trasparenza (cenni) .....	502
1.2.	Scelta fra società a responsabilità limitata e società per azioni: il divario si riduce ( <i>di Enrico Goitre</i> ) .....	502
1.2.1.	Le origini della S.p.A. e della S.r.l. fino al Codice del 1942 .....	502
1.2.2.	La riforma del 2003 .....	504
1.2.3.	Il periodo successivo alla riforma .....	505
1.2.4.	La S.r.l. e la S.p.A. oggi .....	506
1.3.	La nuova era delle PMI a responsabilità limitata e le analogie con la disciplina delle <i>startup</i> innovative ( <i>di Enrico Goitre</i> ) .....	508
1.4.	Scelte vincolate: le società sottoposte a vigilanza di autorità pubbliche ( <i>di Alessandro Ippolito</i> ) .....	513
1.4.1.	Introduzione .....	513
1.4.2.	La costituzione delle società vigilate: profili societari... ..	514
1.4.3.	... e regolamentari (cenni) .....	515
1.4.4.	L'acquisto di partecipazioni qualificate (cenni) .....	515
1.4.5.	I requisiti di onorabilità, correttezza e competenza (cenni) .....	516
1.4.6.	L'oggetto dell'attività vigilata (cenni) .....	516
2.	Patti parasociali e clausole statutarie .....	517
2.1.	Vantaggi e svantaggi dei patti parasociali rispetto ai patti statutari ( <i>di Alessandro Ippolito</i> ) .....	517
2.1.1.	Introduzione .....	517
2.1.2.	Durata .....	517
2.1.3.	Efficacia e rimedi esperibili .....	519
2.1.4.	Contenuti .....	520
2.2.	Le pattuizioni più frequenti .....	520
2.2.1.	Diritti accessori alle azioni, alle quote e diritti particolari dei soci ( <i>di Giulia Bianchi Frangipane, Enrico Goitre, Benedetta Duca</i> ) .....	520

2.2.1.1.	Limiti alla personalizzazione delle partecipazioni nella S.p.A. ....	521
2.2.1.2.	Le categorie di azioni .....	522
2.2.1.3.	La S.r.l. e le categorie di quote .....	525
2.2.1.4.	S.r.l. startup innovative, PMI innovative e PMI .....	527
2.2.2.	<i>Lock-up</i> e altri limiti al trasferimento (di Alessandro Ippolito) .....	531
2.2.2.1.	Introduzione .....	531
2.2.2.2.	Funzione e specificità .....	532
2.2.2.3.	Il divieto di trasferimento (c.d. <i>lock-up</i> ) .....	533
2.2.2.4.	Il diritto di gradimento e altre limitazioni (atipiche) .....	534
2.2.2.5.	Le clausole relative ai trasferimenti <i>mortis-causa</i> (cenni) .....	536
2.2.3.	Prelazione, prima proposta e prima offerta (di Enrico Goitre) .....	537
2.2.3.1.	Il diritto di prelazione: la prelazione propria e impropria .....	537
2.2.3.2.	Problemi pratici della clausola di prelazione .....	538
2.2.3.3.	Il diritto di prima offerta .....	538
2.2.3.4.	Prelazione e prima offerta nello statuto .....	539
2.2.3.5.	Tecniche redazionali .....	540
2.2.3.6.	Prelazione e fondi comuni di investimento .....	541
2.2.4.	Diritti e obblighi di trascinamento (di Giulia Bianchi Frangipane, Alessandro Ippolito) .....	543
2.2.4.1.	Introduzione .....	543
2.2.4.2.	Funzione economica e natura giuridica degli accordi di co-vendita .....	544
2.2.4.3.	Il diritto di trascinamento: natura e principali problemi applicativi .....	546
2.2.4.4.	Il diritto di co-vendita: natura e principali problemi applicativi .....	550
2.2.5.	Opzioni <i>put &amp; call</i> , modalità e limiti (di Giulia Bianchi Frangipane, Enrico Goitre, Stefano de Concillii) .....	551
2.2.5.1.	Le opzioni <i>put &amp; call</i> contrattuali .....	552
2.2.5.2.	Le opzioni <i>put &amp; call</i> nello statuto .....	556
2.2.6.	Recesso e riscatto: una nuova frontiera dell' <i>exit</i> ? (di Lorenzo Foot) .....	556
2.2.6.1.	Il recesso da società di capitali .....	557
2.2.6.2.	Le azioni riscattabili .....	561
2.2.6.3.	Le azioni redimibili .....	562
2.2.7.	Distribuzioni privilegiate e subordinate (" <i>waterfalls</i> ") (di Enrico Goitre) .....	564
2.2.7.1.	Nozione .....	564
2.2.7.2.	Finalità .....	564
2.2.7.3.	Gli eventi di riparto .....	565
2.2.7.4.	La <i>waterfall</i> .....	565
2.2.7.5.	Riparto partecipativo e non partecipativo .....	566
2.2.7.6.	Collocazione: patto parasociale o statuto? .....	568
2.2.7.7.	Gli eventi di liquidità, tra <i>asset deal</i> e <i>share deal</i> . Le differenze .....	568
2.2.7.8.	I limiti .....	570

2.2.8. Diritti sulla nomina di amministratori e sindaci ( <i>di Lorenzo Foot</i> ) .....	571
2.2.9. Diritti informativi ( <i>di Lorenzo Foot</i> ) .....	573
3. Profili fiscali ( <i>di Stefano Brunello, Paolo Ronca, Elena Valdetaro</i> ) .....	576
3.1. Società di persone e società di capitali, startup e PMI innovative: principali aspetti fiscali delle diverse forme societarie .....	576
3.2. Opzioni <i>put &amp; call</i> , distribuzioni privilegiate e subordinate (" <i>waterfalls</i> ") e qualificazione fiscale del reddito .....	579
3.3. Azioni/quote con diritti patrimoniali rafforzati: qualificazione fiscale del c.d. " <i>carried interest</i> " .....	580
3.4. L' <i>exit</i> tramite recesso e riscatto e tematiche fiscali .....	582
7. Dispute. Quando il gioco si fa duro .....	585
<i>a cura di Paolo Daino</i>	
1. Tutela cautelare preventiva rispetto allo svolgimento delle riunioni assembleari ( <i>di Francesco Casamassa</i> ) .....	585
1.1. Tutela cautelare pre-assembleare nel caso in cui si prospetti la violazione della legge o dello statuto .....	585
1.1.1. Ammissibilità del rimedio .....	585
1.1.2. Giudizio di residualità e tutela cautelare pre-assembleare .....	588
1.1.3. Tipologie e contenuti delle tutele cautelari richieste in sede pre-assembleare .....	592
1.2. Tutela cautelare pre-assembleare nel caso in cui si prospetti la violazione di un sindacato di voto .....	599
1.2.1. I limiti della tutela risarcitoria, i "patti di prevenzione dell'inadempimento" e l'esigenza di ottenere tutela "in forma specifica" in sede giudiziaria .....	599
1.2.2. Il dibattito sull'ammissibilità della tutela cautelare volta ad assicurare "in forma specifica" l'adempimento agli obblighi assunti in sede di sindacato di voto .....	602
1.2.3. I precedenti giurisprudenziali che hanno riconosciuto l'ammissibilità del rimedio .....	605
2. Controversie in materia di opzioni <i>put</i> e <i>call</i> ( <i>di Enrico Chieppa</i> ) .....	608
2.1. Premessa .....	608
2.2. Le potenziali criticità e liti nel periodo interinale tra la conclusione e l'esercizio dell'opzione .....	610
2.2.1. Il rischio di vendita della partecipazione oggetto di opzione <i>call</i> .....	610
2.2.2. La creazione artificiosa dei presupposti dell'opzione o, all'opposto, l'abusivo impedimento dell'avveramento delle condizioni sospensive dell'opzione .....	611
2.2.3. L'adozione di delibere societarie potenzialmente incidenti sulla partecipazione oggetto di opzione .....	613
2.2.4. Il peggioramento delle condizioni patrimoniali del concedente l'opzione <i>put</i> e l'esigenza dell'opzionario di tutelare il proprio futuro ed eventuale credito per il prezzo della partecipazione .....	613

2.3.	Le potenziali criticità e liti nella fase successiva all'esercizio dell'opzione .....	615
2.3.1.	Premessa .....	615
2.3.2.	La paralisi della procedura di determinazione del prezzo .....	616
2.3.3.	La tutela cautelare dell'opzionario che ha esercitato la <i>call</i> a fronte del rifiuto del concedente di adempiere .....	619
2.3.4.	L'impatto sulle misure cautelari esaminate al paragrafo 2.3.3 della pendenza dell' <i>iter</i> autorizzativo <i>antitrust</i> dell'operazione .....	624
2.3.5.	Il caso dell'occultamento dei certificati azionari oggetto di <i>call</i> o del trasferimento degli stessi fuori del circondario del Tribunale adito in via cautelare dall'opzionario .....	624
2.3.6.	Strumenti di "autotutela" dell'acquirente .....	626
2.3.7.	La tutela del credito del venditore per il pagamento del prezzo e il trattamento degli eventuali controcrediti del compratore .....	627
3.	Controversie tra maggioranza e minoranza ( <i>di Marco Garavelli</i> ) .....	629
3.1.	Premessa .....	629
3.2.	Controversie tipiche .....	630
3.2.1.	Casistica .....	630
3.2.2.	L'abuso di maggioranza .....	631
3.2.3.	Le azioni di disturbo della minoranza .....	638
3.2.4.	L'accesso all'informazione .....	643
3.3.	Il caso della assenza di maggioranza e minoranza: i soci paritetici .....	644
3.4.	Ulteriori peculiarità nelle liti tra soci di maggioranza e minoranza .....	646
3.4.1.	I conflitti di interessi degli amministratori derivanti dalle liti tra i soci .....	646
3.4.2.	Nomina di un curatore speciale (e contromisure) .....	647
3.5.	I possibili accorgimenti preventivi .....	650