

## **INDICE**

### **INTRODUZIONE**

#### **CAPITOLO I**

##### **LE OPERAZIONI DI BUY OUT**

1. LA NASCITA DEL FENOMENO
2. LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY OUT
3. POSSIBILI VARIANTI DEL LEVERAGED BUY OUT

#### **CAPITOLO II**

##### **L'ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO**

1. LO “STATO DELL'ARTE” PRIMA DELLA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO  
*Segue. LA RATIO DELL'ART 2358 C.C.*
2. LA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO: OPERAZIONE LEGITTIMA? IL DIBATTITO IN DOTTRINA
  - 2.1. LA TESI FORMALISTICA
    - a) LICEITA' DEI SINGOLI NEGOZI POSTI IN ESSERE
    - b) IL NEGOZIO IN FRODE ALLA LEGGE
    - c) IL COLLEGAMENTO NEGOZIALE
  - 2.2. LA TESI SOSTANZIALISTA
3. LA POSIZIONE DELLA GIURISPRUDENZA
  - CASO FARMITALIA
  - CASO MARZOLI
  - CASO MANIFATTURA DI CUORGNE'
  - CASO TRENNO
  - CASO D'ANDRIA

## **CAPITOLO III**

### **LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO E LA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO**

1. DALLA LEGGE DELEGA ALL'ART 2501 bis
2. ART 2501 bis : LA FATTISPECIE
  - 2.1. INDEBITAMENTO
  - 2.2. ACQUISTO DEL CONTROLLO
  - 2.3. LA FUSIONE
  - 2.4. EFFETTI DELLA FUSIONE SUL PATRIMONIO DELLA SOCIETA' ACQUISITA
3. DISCIPLINA DELLA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO
  - 3.1. IL PROGETTO DI FUSIONE E LE RISORSE FINANZIARIE
  - 3.2. LA RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI
  - 3.3. LA RELAZIONE DEGLI ESPERTI
  - 3.4. LA RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE
  - 3.5. ART 2505 e 2505 bis

## **CAPITOLO IV**

### **LA TUTELA DEI SOCI E DEI CREDITORI**

1. VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA DELL'ART 2501 bis
2. FORME DI TUTELA
  - 2.1. I RIMEDI REALI
    - 2.1.1. IMPUGNAZIONE DELLA DELIBERA DI FUSIONE
    - 2.1.2. OPPOSIZIONE DEI CREDITORI ALLA FUSIONE
  - 2.2. I RIMEDI RISARCITORI
3. LA RESPONSABILITA'
  - 3.1. LA RESPONSABILITA' DELLA SOCIETA'
  - 3.2. LA RESPONSABILITA' DEGLI AMMINISTRATORI E DEGLI ALTRI SOGGETTI COINVOLTI

**CONCLUSIONI**

**BIBLIOGRAFIA**

**GIURISPRUDENZA**

## INTRODUZIONE

Il presente elaborato si propone di svolgere un'analisi del *leveraged buy out* (LBO), in particolare nella forma della "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" (MLBO), tecnica finanziaria di matrice statunitense che consiste in operazioni di acquisizione di una società obiettivo da parte della società acquirente, realizzata facendo leva sulla capacità di indebitamento della società acquisita. Con tale termine si suole infatti usualmente denominare un'operazione che consente ad una società di incrementare o assumere il controllo di una compagine societaria facendo ricorso a finanziamenti garantiti dal patrimonio o dal flusso di cassa della società acquisita. Ciò che caratterizza questo genere di operazioni è, quindi, l'esborso, da parte della società acquirente, di un minimo capitale proprio ( capitale di rischio) e il ricorso ampio a finanziamenti.

Il primo capitolo approfondisce le caratteristiche generali dell'istituto. Dopo un'ampia discussione sulla nascita, sviluppo e diffusione di tale tecnica finanziaria si procede ad una illustrazione delle varie fasi in cui si articola la fattispecie: a) individuazione della società *target*; b) costituzione da parte dei promotori dell'operazione, della società X ( *Newco*) attraverso la quale verrà effettuata l'operazione di LBO; c) richiesta di prestiti garantiti o non, dalla società X alla società Z (banca o società finanziaria); d) acquisto del patrimonio o delle azioni della società bersaglio attraverso OPA – nel caso di azioni quotate- o contrattazione diretta con i soci della società *target*; e) fusione tra *Newco* e società *target*. Vengono, poi, prese in considerazione le diverse fattispecie di LBO, in modo particolare, studiando le possibili varianti in relazione: a) alla qualifica e al ruolo dei soggetti acquirenti; b) all'impiego della leva finanziaria, sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo; c) all'oggetto dell'acquisizione; d) alle finalità

perseguite. Fermo restando che, questo elaborato, ha come obiettivo quello di esaminare in dettaglio la fattispecie di LBO meglio conosciuta come *merger leveraged buy out*.

Il secondo capitolo offre una panoramica in merito alle criticità dell'istituto. A tal fine vengono esposte le posizioni di alcuni autori - in modo particolare distinguendo tra chi sostiene la liceità dell'istituto in esame (tesi formalistica) e chi, invece si schiera contro la liceità del *merger leveraged buy out* ( tesi sostanzialista) - e le sentenze della giurisprudenza di merito e di legittimità in riferimento alla liceità dell'istituto, sulla quale si è a lungo questionato, fondamentalmente per la presunta incompatibilità tra tale tecnica finanziaria e gli art 2357 e 2358 c.c., che disciplinano rispettivamente l'acquisto di azioni proprie e le operazioni di assistenza finanziaria (vietate in modo assoluto fino alla modifica apportata dal D. lgs. 142/2008).

Il terzo capitolo si occupa, invece, delle decisioni assunte dal legislatore in merito alla riforma del diritto societario ( l. n. 366/2001, attuata tramite il d.lgs. n. 6/2003) e, in modo particolare, dell'art 7, lettera d) della legge delega che ha introdotto nell'ordinamento italiano l'art 2501 *bis*, rubricato "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" legittimando, quindi, tali tipi di operazione e dirimendo, in tal modo, i dubbi interpretativi sorti nel passato chiarendo che la fusione, nell'ambito di un LBO non integra mai assistenza finanziaria. Prima di procedere ad un'illustrazione dettagliata della disciplina prevista dall'art 2501 *bis*, è sorta la necessità di accennare brevemente al contenuto della legge delega e alle diverse critiche affrontate soprattutto in relazione alla presunta violazione della seconda direttiva CEE ( Direttiva 77/91/CEE, come modificata dalla Direttiva 2006/68/CE). Giunti alla conclusione per cui

l'art 2501 *bis* non viola l'art 23 della seconda Direttiva ( come modificato dall'art 1, par. 6 della Direttiva del 2006) e non si pone in contrasto con l'art 2358 c.c., il secondo paragrafo illustra la fattispecie della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento con la precisazione che la disciplina ivi prevista integra, e quindi non esclude, le disposizioni previste dal codice per le fusioni " semplici". Ai fini dell'applicabilità della norma devono sussistere cumulativamente: a) indebitamento della società controllante; b) acquisto del controllo; c) fusione tra società acquirente e società bersaglio; d) garanzia generica o fonte di rimborso assolta dal patrimonio della società acquisita. Il successivo passo è quello di prendere in rassegna la "procedura rafforzata" che il legislatore ha posto onde evitare un indiscriminato uso della fusione di cui all'art 2501 *bis*, utilizzata per interessi non meritevoli di tutela sul piano giuridico. La questione tocca soprattutto i commi da 2 a 5 dell'art 2501 *bis* in cui si stabilisce, rispettivamente che " il progetto di fusione di cui all'art 2501 *ter* deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione"; che "la relazione di cui all'art 2501 *quinquies* deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione delle risorse finanziarie e degli obiettivi che si intendono raggiungere"; che " la relazione degli esperti di cui all'art 2501 *sexies* attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione (...); e che, infine, " al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente". Dal comma 2 all'ultima comma dell'art 2501 *bis*, vengono, quindi, elencate, le condizioni cui la fusione deve sottostare per non essere dichiarata invalida, con la dovuta precisazione che tali commi

vanno letti sia come oneri procedurali che come strumenti necessari per la tutela dei soggetti “deboli” (creditori e soci delle società partecipanti alla fusione).

L’ultimo capitolo, infine, si occupa della possibile violazione della disciplina di cui all’art 2501 *bis* ( con conseguente rassegna delle ipotesi in cui vi sia responsabilità della società, degli amministratori e degli altri soggetti coinvolti nelle operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento ) e dei rimedi previsti dal sistema per tutelare i soggetti lesi dall’operazione in questione. Trattasi di rimedi di natura reale quali l’impugnazione della delibera assembleare di fusione – secondo la disciplina generale prevista dall’art 2377 c.c. - e l’opposizione dei creditori – di cui agli art 2503 e 2503 *bis* – esercitati nel momento intercorrente tra la deliberazione di fusione e l’ultima iscrizione dell’atto di fusione, come indicata dall’art 2504 *quater* comma 1° c.c., nel rispetto degli obblighi pubblicitari previsti dall’art 2504 *quater*, comma 2° c.c., o di rimedi incentrati meramente sul risarcimento del danno.

## CAPITOLO I

### LE OPERAZIONI DI BUY OUT

#### 1 . LA NASCITA DEL FENOMENO

Prima di prendere in considerazione il fenomeno del *Merger Leveraged buy out* (da ora MLBO), occorre brevemente procedere ad un excursus storico riguardante l'origine dell'istituto del *Leveraged buy out* e la sua esportazione in ambito europeo. Infatti il fenomeno della "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" - così come definito il *merger leveraged buy out* nell'ordinamento italiano - può essere considerato come una *species* del *genus* delle operazioni di *leveraged buy out*. Con tale termine vengono definite le operazioni mediante le quali una società acquista una partecipazione totalitaria o di controllo di un'altra società tramite ampio ricorso a finanziamenti erogati da terzi, garantiti dai beni o dalle azioni della società da acquisire<sup>1</sup>. L'istituto nasce e si sviluppa negli Stati Uniti<sup>2</sup> all'inizio degli anni '70 come tecnica che permetteva il ricorso all'indebitamento per favorire lo sviluppo e la crescita delle imprese, in qualità di naturale proseguimento delle operazioni di "Going Private". Il *going private* si affermò agli inizi degli anni '60 grazie alla costituzione di apposite società (*Newco* o *shell company*) aventi come unico scopo l'acquisto di società denominate "target". Con tale operazione si suole, infatti, usualmente denominare la tecnica di acquisizione di azioni quotate

---

<sup>1</sup> Così viene definito il *leveraged buy out* da L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1391.

<sup>2</sup> Il *leveraged buy out* è stato definito da G. COTTINO come "una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui che siano state inventate dalla fertile fantasia degli operatori nordamericani". *Le società*, Diritto commerciale, volume II, Padova, 1999, pag. 324.



o diffuse tra il pubblico (*public corporation*) da parte di un acquirente, il cui scopo è quello di concentrare i titoli azionari nelle mani di un ristretto numero di investitori così da trasformare la *public corporation* in *private corporation* per scongiurare potenziali rischi di *takeover*. In un primo momento il LBO aveva come oggetto l'acquisto di aziende di piccole dimensioni con ricorso a bassi livelli di indebitamento : l'azienda acquirente infatti possedeva una discreta situazione reddituale capace di garantire il finanziamento erogato dagli investitori (*secured financing*).

Il successo delle prime operazioni a basso rischio convinse gli operatori finanziari ad utilizzare tale forma di investimento con margini di rischio sempre maggiori da cui, però, potevano derivare maggiori guadagni. Tale atteggiamento di apertura si riscontra verso la fine degli anni '70 e si traduce in tecniche di investimento sempre più aggressive: le aziende di grandi dimensioni ricorrono all'indebitamento e offrono come garanzia i beni della società da acquisire<sup>3</sup>. Questa crescita fu resa possibile dal passaggio dalla cosiddetta "conglomerazione" alla "de-conglomerazione": molte società frazionarono le grandi holding e iniziarono a cedere unità produttive non strategiche rispetto alla loro attività principale. Non è un caso che, proprio in tale periodo, e in modo specifico nel 1976 venne istituito il KKR - *Kohlberg Kravis Roberts* - primo fondo di *private equity* specializzato in operazioni di LBO<sup>4</sup>.

Negli anni '80 la tecnica di LBO si sviluppò ulteriormente perché il valore dell'operazione e l'entità del finanziamento non furono più calcolati solo

---

<sup>3</sup> Prime operazioni di *break-up deals* : l'estremizzazione dell'effetto leva portò alla realizzazione di LBO in cui il ripiano del debito veniva garantito dalla cessione di attività autonome della società *target*.

<sup>4</sup> La KKR, nell'aprile del 1989 acquisì la RJR Nabisco, per la cifra record di 26,4 miliardi di dollari.

in base al valore dei singoli *assets* della società da acquisire ma anche in base al *cash flow*<sup>5</sup> atteso dall'operazione. Iniziarono quindi ad essere concessi finanziamenti non direttamente garantiti dal patrimonio della società *target* (*unsecured financing*) e, per la prima volta, si assistette all'assunzione di partecipazioni dirette da parte dei soggetti investitori al capitale di rischio della società acquirente<sup>6</sup>.

Negli ultimi trent'anni, poi, soprattutto verso la fine degli anni '90, le operazioni di LBO hanno subito una continua evoluzione, sia dal punto di vista dei settori merceologici interessati sia per quanto concerne gli aspetti più prettamente tecnici-operativi<sup>7</sup>.

Non va taciuto che inizialmente – come del resto sarebbe accaduto anche successivamente in Italia – anche negli Stati Uniti, al di là di alcune voci nettamente minoritarie che ravvisavano nell'LBO uno strumento positivo, non mancarono le critiche a tale genere di operazioni, soprattutto con riferimento ai possibili effetti negativi che avrebbero potuto determinare sui processi di trasferimento delle partecipazioni azionarie di maggioranza e sull'economia delle imprese, come il rischio di insolvenza cui erano esposte le società bersaglio. Emblematiche, in proposito, le parole del presidente della SEC – *Securities Exchange Commission* - che definirono l'indebitamento indiscriminato proveniente dalle operazioni di *leveraged* come il "biglietto di sola andata" verso la bancarotta<sup>8</sup> oltre alle

---

<sup>5</sup> Il *cash flow* (flusso di cassa) consiste nella ricostruzione dei flussi monetari (differenza tra entrate e uscite) di un'azienda nell'arco di un periodo preso come riferimento.

<sup>6</sup> Si veda in proposito, A. GERVASONI, F. SATTIN, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2015, Milano, GUERINI, p. 173-178.

<sup>7</sup> Per i fattori che contribuirono alla ripresa del fenomeno del *leveraged buy out* si veda, B. BERTINI, *LBO e MBO : problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1431-1459.

<sup>8</sup> B. BERTINI in, *LBO E MBO : problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1445 riporta la citazione " *The more leveraged*

numerose pronunce della giurisprudenza statunitense che, nei casi di eccessivo indebitamento, giunse a ravvisare ipotesi di “*fraudolent conveyance*” (cessione in frode ai creditori).

In Europa<sup>9</sup> le prime applicazioni di tale tecnica si registrarono nel Regno Unito, in seguito alle riforme del *Companies Act* del 1981 e del 1985 che hanno attenuato il rigoroso divieto sancito dalla *section 54* del *Companies Act* del 1948 che proibiva di utilizzare gli *assets* della *Target company* come mezzo di finanziamento dell’acquisizione. Oltre manica, quindi, l’assistenza finanziaria della *Target company* al *buyout* è consentita in ipotesi definite come *management buy out*, che si configurano “prevalentemente come acquisizioni effettuate da parte dei dirigenti dipendenti della società bersaglio e, in alcuni casi, anche da parte dei lavoratori subordinati non dipendenti<sup>10</sup>” per consentire il salvataggio di imprese in crisi o rifinanziamenti di imprese “che è parso opportuno realizzare attraverso un coinvolgimento dei dipendenti piuttosto che di gruppi imprenditoriali esterni<sup>11</sup>”. L’Italia aprì le porte al *leveraged buy out* soltanto alla fine degli anni ’80, periodo in cui furono realizzate considerevoli operazioni basate sulla tecnica di origine statunitense e, non è un caso, che i contrasti dottrinali riguardanti tale tecnica si svilupparono alla fine degli anni ’90 e si protrassero fino al 2003 quando, con la riforma

---

*takeovers and buy out today, the more bankruptcies tomorrow*” in SHAD, *The leveraging of America*, in *Wall Street Journal*, 1984, p. 23, col. 4.

<sup>9</sup> Per una rassegna completa dell’ “esportazione” in ambito europeo del *leveraged buy out* e delle diverse caratteristiche si veda, P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, pp 10-18.

<sup>10</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 15.

<sup>11</sup> Nota sub 10.

del diritto delle società<sup>12</sup>, venne introdotto nel nostro ordinamento l'art 2501 *bis* rubricato "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento".

## 2. LE OPERAZIONI DI LEVERAGED BUY-OUT

L'operazione finanziaria di *leveraged buy out* si inserisce nell'ampio fenomeno della "ristrutturazione industriale e finanziaria" e in particolare nell'ambito delle operazioni societarie che si qualificano come *Merger and Acquisitions*, generalmente poste in essere con l'obiettivo di rafforzare la posizione dell'impresa sul mercato al fine di migliorarne la capacità competitiva e la redditività<sup>13</sup>. Dato caratterizzante dell'operazione, stante la diversità delle opzioni possibili, è la creazione di una società veicolo – *Newco*<sup>14</sup>- destinata ad acquistare, tramite il ricorso all'indebitamento, una società – *target*- che funge da garanzia per il finanziamento concesso alla società acquirente. Si tratta quindi di una acquisizione che presenta un minimo esborso di capitale proprio - capitale di rischio - e un ampio ricorso a finanziamenti erogati da terzi - c.d. "effetto leva" o "*leveraged*" - che trovano garanzia nel valore patrimoniale delle attività della società da acquisire.

La struttura classica di LBO, definita come *Merger leveraged buy-out*, si articola nelle seguenti fasi:

- Individuazione della società Y (*target*)
- Costituzione da parte dei promotori dell'operazione, della società X (*Newco*) attraverso la quale verrà effettuata l'operazione di LBO

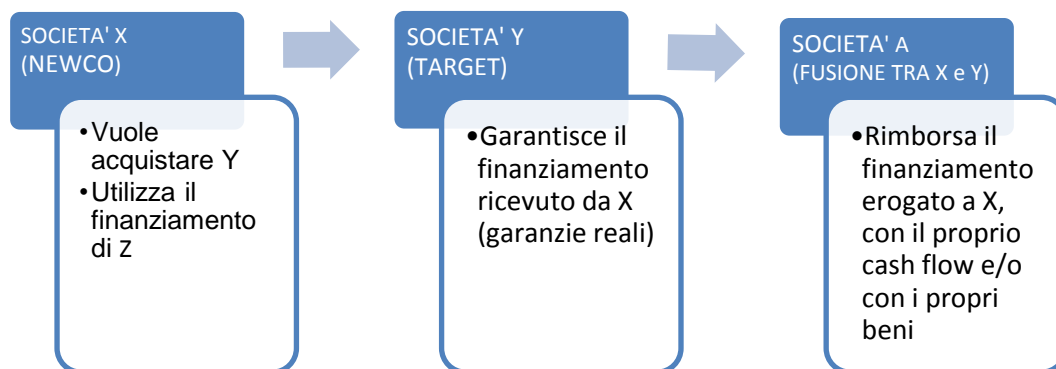
---

<sup>12</sup> D. Lsg n. 6/2003.

<sup>13</sup> In tal senso V. SALAFIA, *Leveraged buy out nella riforma societaria*, Le società, n. 8, 2004.

<sup>14</sup> È ovviamente possibile che sia una società già esistente ed operativa a procedere all'acquisizione di *target* attraverso l'indebitamento. Si veda, in proposito, L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 2003, p. 1391.

- Richiesta di prestiti garantiti o non, dalla società X alla società Z (banca o società finanziaria)
- Acquisto del patrimonio o delle azioni della società bersaglio attraverso OPA – nel caso di azioni quotate- o contrattazione diretta con i soci della società *target*.
- Fusione tra *Newco* e società *target*.



Il soggetto che intende effettuare un LBO deve identificare una società bersaglio con caratteristiche idonee a realizzare con successo l'acquisizione. È di primaria importanza che la società *target* presenti un basso grado di leva finanziaria (adeguata struttura finanziaria, anche con riferimento al mix tra *equity* e *debt*) e possieda un'elevata capacità di generare *cash flow* futuri – che consentano il pagamento del debito contratto dalla *Newco* - e/o cespiti o rami aziendali che possano essere ceduti autonomamente senza pregiudizio sull'attività produttiva. Identificata la società bersaglio, i promotori avviano trattative con i soci di maggioranza della stessa (lettera di intenti) e costituiscono una società,

detta *Newco*, la cui funzione è esclusivamente quella di rilevare partecipazioni della *target*.

È opportuno precisare che la *newco* è e rimane una “scatola vuota”, una società priva di *assets*, nella quale il capitale di rischio apportato dai soci è ridotto al minimo, in quanto l’intera operazione sarà realizzata attraverso il finanziamento erogato solitamente da un istituto di credito<sup>15</sup>. La mancanza di risorse proprie per realizzare in modo autonomo l’acquisizione della *target* e l’assenza di un patrimonio proprio che funga da garanzia per i debiti contratti, rappresentano i tratti caratteristici di tali operazioni: saranno necessari, infatti, finanziamenti e prestiti per poter acquistare la società *target*, garantiti esclusivamente dal patrimonio della società acquisenda.

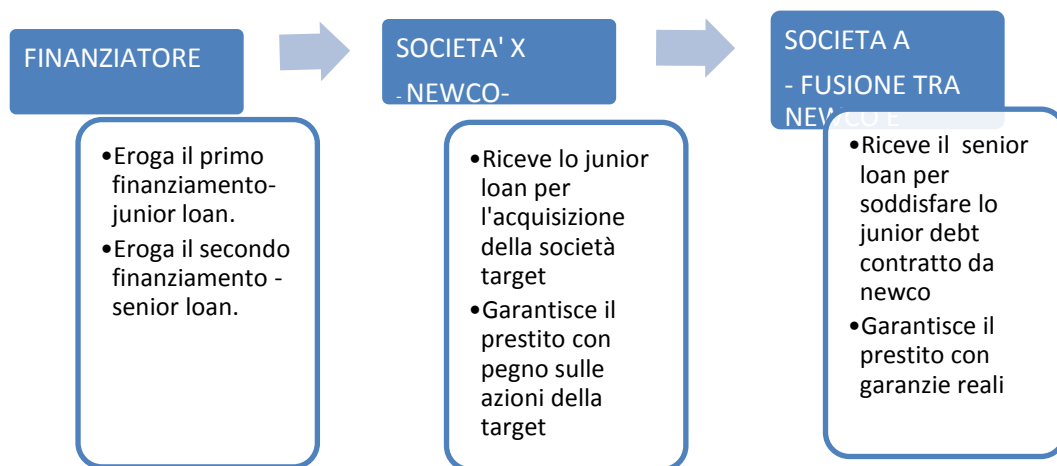
È proprio per tale motivo che i soggetti finanziatori hanno particolare interesse affinché l’attività di *due diligence* – finalizzata ad indagare, valutare e verificare la fattibilità dell’operazione programmata - venga svolta in modo adeguato ed esaustivo.

La fase successiva dell’operazione è, infatti, rappresentata dalla stipulazione di uno o più contratti di finanziamento utilizzati per il pagamento del corrispettivo relativo all’acquisto delle azioni della *target*. Sul piano della natura e della misura dell’indebitamento è possibile fare alcune considerazioni. In primo luogo, si possono distinguere due categorie di interventi di finanziamento praticabili: il finanziamento puro – *lending* - ed il finanziamento consistente nella partecipazione al capitale di rischio - *equity*-. La scelta della tipologia di finanziamento a cui ricorrere è frutto di un’analisi che tiene conto di diverse variabili quali, ad esempio,

---

<sup>15</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 110.

la capacità di rimborso della società *target*, l'entità delle garanzie da prestare al soggetto finanziatore, la posizione finanziaria netta dell'azienda acquisita. Il prestito potrà essere erogato, alternativamente, o mediante un unico finanziamento a medio - lungo termine o attraverso un finanziamento distinto in due fasi: finanziamento a breve termine – *junior loan* o finanziamento ponte - che consentirà alla società acquirente di acquisire le quote della società *target*, e un successivo finanziamento – *senior loan* - erogato dopo la fusione delle due società, per consentire l'estinzione del precedente debito contratto. Il primo finanziamento sarà più oneroso per i soggetti finanziatori perché concesso senza il rilascio di particolari garanzie, se non pegno sulle azioni della società *target*; il *senior loan*, invece, risulterà essere garantito dai beni prima facenti parte del patrimonio della società *target* ed ormai confluiti nella nuova società nata dalla fusione.



In linea generale, le diverse classi di prestito possono assumere qualunque forma di finanziamento, non rilevando in alcun caso la tipologia di contratto né la durata.

A questo punto, conclusa l'acquisizione, la tecnica di LBO intesa in senso stretto può ritenersi conclusa fermo restando che, in base alla fattispecie classica di *leveraged buy out*, l'operazione di acquisizione mediante indebitamento sfocia nella fusione tra società acquirente e società *target*. Solitamente, nella prassi, la fusione avviene per incorporazione della società *target* in *newco* (fusione diretta o *forward L.l.o*) la quale subentrerà, a norma dell'art 2504 *bis*, alla società incorporata in tutti i rapporti facenti capo alla società acquisita. Quindi, per effetto della fusione, la nuova società avrà nell'attivo il patrimonio di quella che era la società bersaglio e, nel passivo, il debito contratto dall'acquirente per la sua rilevazione. Ma lo scenario della fusione può presentare anche l'ipotesi di fusione inversa ovvero sia dell'incorporazione della *newco* nella controllata *target* (*reverse L.l.o*). Ciò potrebbe risultare conveniente per una serie di importanti motivazioni di ordine economico<sup>16</sup> o potrà essere giustificata dal fatto che la controllante è una *holding* e la controllata sia, invece, una società operativa<sup>17</sup>. Nel caso di fusione inversa le azioni di *target* possedute dall'acquirente- incorporata verranno annullate e, secondo il rapporto di cambio che verrà determinato dalle parti, le nuove azioni della società risultante dalla fusione verranno proporzionalmente assegnate ai soci di *newco*, in cambio delle azioni di *newco* annullate.

Con la fusione, quindi, il debito per il finanziamento viene a gravare sul patrimonio della società acquisita; si ha così una traslazione del costo

---

<sup>16</sup> Si veda M.S. SPOLIDORO, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, Società, n. 3, 2000, p. 334.

<sup>17</sup> G.M. GAREGNANI, in *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 1999, p. 243, afferma che "in taluni casi può risultare conveniente, nella fusione (...), incorporare la società partecipante, anziché incorporare la partecipata. Ciò può avvenire, ad esempio, quando la partecipante è una *holding*, con pochi rapporti con soggetti terzi, mentre la partecipata è una società operativa, dove l'incorporazione potrebbe portare a difficoltà di ordine attuativo".



dell'acquisizione sul patrimonio appartenuto alla società acquisita prima della fusione.

### 3 . POSSIBILI VARIANTI DEL LEVERAGED BUY-OUT

Schema classico del *Leveraged buy-out*, come affermato in precedenza, è quello del *merger leveraged buy-out* (MLBO), ossia un'operazione di *merger and acquisition* con acquisizione della società *target* a seguito di finanziamento da parte di soggetti terzi, da concludersi con un atto di fusione tra la società acquirente e società acquisita.

Ora, vista la poliedricità dell'espressione LBO, non idonea a designare un unitaria e determinata fattispecie<sup>18</sup>, si procederà alla presentazione delle varie tipologie delle operazioni di *buy-out*. Il tutto in relazione <sup>19</sup>:

- Alla qualifica e al ruolo dei soggetti acquirenti
- All'impiego della leva finanziaria, sia sotto il profilo quantitativo che qualitativo
- All'oggetto dell'acquisizione
- Alle finalità perseguite

---

<sup>18</sup> **B. BERTINI** parla di "etichetta" in *LBO E MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli Usa*. Contratto e impresa, 2000, p. 1441; **A.A. DOLMETTA** afferma che "la stessa locuzione LBO – senza aggiunte specifiche- andrebbe [..], sen'altro bandita dal lessico giuridico italiano: oltre a generare confusione, essa rende particolarmente ostica la ricostruzione dell'effettivo significato e degli interventi giurisprudenziali", *Il merger leveraged buyout nella legge delega n 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.*, Corriere della giurisprudenza, 2000, p. 239; **R .PARDOLESI**, *Leveraged buy out :una novità a tinte forti ( o fosche?)*, Giurisprudenza Commerciale, 1898, I, p. 402, afferma che "LBO è una bestia proteiforme. Si presenta nelle forme più disparate, che mettono a dura prova le capacità classificatorie di giuristi anche navigati".

<sup>19</sup> Si veda, **G.M. CIAMPAGLIA**, *La struttura finanziaria e le tipologie di leveraged buy out*, Impresa, 1999, p. 1149 e ss; **PAPI ROSSI**, *Leveraged buy out: dall'operazione in astratto alla fattispecie concreta*, Diritto e pratica delle società, 2000, n. 22, p. 36 e ss; **A. CREMONESI**, *Studio sul LBO in Italia*, Diritto fallimentare, 1990, p. 649 e ss.

Il *management buy-out* è un'operazione posta in essere direttamente dal management della società bersaglio, guidato da un esperto di *private equity*. In merito, già prima della riforma del diritto societario, vi era una sostanziale concordia nel ritenere lecita detta operazione. Occorre tuttavia precisare che una parte della dottrina riteneva che l'operazione fosse lecita solo se contenuta nei limiti di cui all'art 2358, 3° comma cc. Tale disposizione precisa, infatti, che le limitazioni all'acquisto di azioni proprie o alla fornitura di garanzie da parte della società "non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte dei dipendenti della società (...), a condizione che i finanziamenti e le garanzie prestate dalla società siano contenute nei limiti delle riserve disponibili e degli utili distribuibili". Tale operazione è stata considerata con un certo favore anche dagli aziendalisti in quanto permette, da un lato, la ricongiunzione del controllo gestionale alla proprietà delle imprese; dall'altro, nel caso di un *team management* motivato e dinamico, le probabilità di successo dell'operazione risultano essere decisamente elevate così come le possibilità di rilancio e sviluppo dell'impresa acquisita.<sup>20</sup>

Il *management buy-in* vede, come in precedenza, attori dell'operazione i dirigenti dell'impresa che, però, in questo caso sono esterni alla *target*; ne consegue che tale fattispecie presenta un grado di rischio maggiore perché

---

<sup>20</sup> N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*. Banca, borsa e titoli di credito, 2002, I, vol. 55, p. 813; Sempre a tale proposito è stato notato da D. PREITE, in, *I merger leveraged buy outs e gli artt. 2357 e 2358cc*, Giurisprudenza Commerciale, 1993, I, p. 105 che, "l'operazione è funzionale all'assunzione del controllo da parte di un management dinamico, ma privo di capitali propri, in luogo di azionisti di controllo dotati di minore conoscenza dell'impresa sociale".

i soggetti promotori non dispongono di una conoscenza specifica dell'azienda acquisita<sup>21</sup>.

Nel (*leveraged*) *family buy-out* sono invece i componenti di un gruppo familiare, fino a quel momento appartenenti ad un medesimo complesso aziendale, a promuovere l'operazione, solitamente per consentire un passaggio generazionale o l'ingresso nell'impresa di soggetti esterni particolarmente competenti garantendo, allo stesso tempo, la continuità della gestione familiare<sup>22</sup>.

L' *employee* (o *workers*) *buy-out* si verifica quando l'acquisizione della società bersaglio è posta in essere da parte dei suoi stessi dipendenti attraverso il ricorso al *leveraged ESOP* (*employee stock ownership plan*<sup>23</sup>).

Il *corporate buy-out* si contraddistingue per il fatto di avvenire- sia sotto il profilo del soggetto che realizza l'acquisizione sia sotto il profilo della società bersaglio- tra imprese appartenenti ad un medesimo gruppo societario. Tale variante di LBO mira sostanzialmente alla riorganizzazione/ ristrutturazione degli assetti patrimoniali infragruppo.

Nell'*institutional buy-out* è previsto l'ingresso, nel capitale di rischio della società acquisita, di investitori istituzionali; in questo caso, quindi, il soggetto investitore non si limita ad erogare un prestito alla *Newco* ma diventa esso stesso un socio di quest'ultima, anche se per un periodo

---

<sup>21</sup> È anche configurabile il *management buy-out e in* : in questa ipotesi i *manager* che realizzano l'operazione sono in parte esterni e in parte interni alla *target*.

<sup>22</sup> Questa variante risulta particolarmente interessante data la grande presenza di imprese a conduzione familiare nel territorio italiano. Per una visione più dettagliata del tema si veda: N. CANESSA. *Family governance : la continuità dell'impresa. Il passaggio generazionale*. IPSOA, 2006, pp 184- 193.

<sup>23</sup> L'ESOP è piano attuato attraverso la costituzione di un fondo fiduciario da parte dell'azienda a favore dei propri lavoratori. L' ESOP diventa " *leveraged*" quando il fondo, per acquistare le azioni dell'impresa promotrice, ricorre a finanziamenti erogati da banche o dall'impresa stessa.

limitato. Nella maggior parte dei casi, gli investitori istituzionali sono i fondi di *private equity* che detengono la partecipazione per un arco di tempo compreso tra i 5 e i 7 anni, decorsi i quali cedono la propria partecipazione ad operatori commerciali o ad altri fondi o pianificano un IPO (*initial public offering*) per effettuare il disinvestimento.

Si parla di *fiscal buy-out* quando il ricorso alla leva finanziaria è motivato esclusivamente dal perseguimento di vantaggi di natura fiscale, cioè ad un risparmio di imposta.

L'oggetto dell'acquisizione può riguardare tutto il pacchetto azionario (*stocks*) di controllo della società target o rappresentare l'intero capitale sociale e/o singoli beni della stessa (*assets*). In base al diverso oggetto si può quindi distinguere:

- *Asset based transaction* : la transazione riguarda l'acquisto del complesso aziendale o del ramo d'azienda – azienda intesa in senso fisico- ossia i cespiti patrimoniali e le passività. In questo caso il rimborso del debito e degli interessi è garantito da garanzie reali quali l'ipoteca su beni immobili appartenenti all'impresa target.(metodo *Oppenheimer*<sup>24</sup> ).
- *Stock based transaction* : la transazione è basata sul trasferimento delle azioni della società target. I promotori, in questo caso, garantiscono il credito dei soggetti finanziatori con pegno gravante sulle azioni della società bersaglio.

A volte, poi, l'operazione di *leveraged buy out* viene posta in essere attraverso la costituzione di due *newco* (si parla, infatti, di *dual newco*). Il

---

<sup>24</sup> Dal nome della banca di investimento che per prima ha utilizzato tale metodo di transazione.

soggetto promotore dell'operazione costituisce la *newco 1* che contrae il debito necessario per realizzare l'acquisizione della *target*. Viene poi costituita la *newco 2* (con unico socio *newco 1*) dove confluisce, a titolo di capitale, il finanziamento erogato a favore della prima società. Successivamente, la *newco 2* procede all'acquisizione del pacchetto di controllo della società bersaglio, disponendo così della maggioranza necessaria per deliberare la fusione per incorporazione della *target* in *newco 2*.<sup>25</sup>

In definitiva, si può affermare che la definizione di LBO non può che identificare una vasta gamma di operazioni e quindi non può essere riferita solo ad una data tecnica finanziaria ricorrente e con connotati costanti<sup>26</sup>. Tuttavia, la dottrina è concorde nel ritenere che elemento caratterizzante delle operazioni in questione è costituito dalla traslazione del costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita<sup>27</sup>. È proprio sulla base di questa considerazione che si sviluppò il lungo dibattito in dottrina e giurisprudenza<sup>28</sup>, che riguardava il quesito se la società *target* prestasse o meno, indirettamente o direttamente, assistenza finanziaria all'acquisto delle proprie azioni in violazione dell'art 2358 c.c. Il problema nasceva dal fatto che tale norma veniva considerata dalla giurisprudenza come estrinsecazione di un principio di ordine

---

<sup>25</sup> Secondo E. TARTAGLIA, *Leveraged buy out. Rischi e opportunità*, MAGGIOLI, 2009, p. 136, "Questo complesso procedimento era stato pensato, in sostanza, per non cadere nelle violazioni dell'art 2358 cc, in quanto a fondersi non era la società indebitata ma quella capitalizzata".

<sup>26</sup> Per una ricognizione delle varianti del LBO e delle modalità tecniche di attuazione si veda QUATRARO, ISRAEL, D'AMORA, *Trattato teorico-pratico delle operazioni sul capitale*, II, 2001, pag. 948 ss.

<sup>27</sup> Così, P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 21.

<sup>28</sup> Per un quadro dettagliato delle tesi dottrinali e delle pronunce giurisprudenziali in tema di *leveraged buy out*, si rinvia al capitolo II del presente elaborato.

pubblico,ed, in quanto tale, inderogabile<sup>29</sup>. Non solo, la norma viene vista come “norma materiale”, volta a vietare il conseguimento del risultato in essa previsto, indipendentemente dalle forme in cui si struttura il procedimento per ottenere tale risultato<sup>30</sup>.

---

<sup>29</sup> Così, ad esempio, Cassazione, 21 gennaio 1970, in *Giustizia civile*, 1970, n. 123, I, p. 76.

<sup>30</sup> Cassazione penale, V sezione, 4 ottobre 1984 n. 4916, *Rivista di diritto commerciale*, 1985, I, p. 85.

## CAPITOLO II

### L'ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO NELL'ORDINAMENTO ITALIANO

#### 1. LO “STATO DELL'ARTE” PRIMA DELLA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO

Prima della riforma del diritto societario, di cui al D.Lgs. n. 6/2003, e dell'introduzione dell'art 2501 *bis* – norma con la quale sono state regolamentate le operazioni di fusione tra due società nelle quali una di esse sia ricorsa all'indebitamento per perfezionare l'acquisto delle partecipazioni di controllo dell'altra, e con la quale è stata altresì prevista una disciplina specifica nelle ipotesi in cui, per effetto della fusione, sia il patrimonio della società bersaglio a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti necessari per l'acquisizione - si era sviluppato un acceso dibattito su cui è opportuno soffermarsi per comprendere le problematiche che l'istituto in esame può porre da un punto di vista giuridico e, soprattutto, perché per certi aspetti esso ha condizionato la scelta del legislatore nella formulazione del nuovo art 2501 *bis* cc.

Sin dall'inizio, infatti, le operazioni di *leveraged buy out* sono state oggetto di numerose critiche mosse da parte della dottrina e della giurisprudenza che ne contestava la liceità, adducendo motivazioni di diversa natura. Tali operazioni furono analizzate soprattutto sotto il profilo della liceità della fusione tra la società *target* e società acquirente e, in specie, sotto il profilo che detta operazione potesse incorrere in giudizi di nullità perché considerabile sia come uno strumento di superamento, per interposizione di persona, dei limiti posti dalla legge all'acquisto di azioni proprie (art

2357 c.c.<sup>31</sup>), sia, soprattutto, uno strumento di aggiramento del divieto di cui all'art 2358 c.c.

In particolare, l'art 2357 c.c., nella sua versione attuale<sup>32</sup>, vieta alla società di acquistare azioni proprie “ se non nei limiti degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato”, prevedendo, inoltre, che le azioni acquistate siano “interamente liberate”; ancora, stabilisce che l'operazione debba essere autorizzata dall'assemblea “ la quale ne fissa le modalità, indicando in particolare il numero massimo di azioni da acquistare, la durata, non superiore ai diciotto mesi, per la quale l'autorizzazione è accordata, il corrispettivo minimo e il corrispettivo massimo”(2 comma), ed indica infine il limite quantitativo massimo ai fini dell'acquisto delle azioni proprie, ovvero la quinta parte del capitale sociale. Ai sensi del 5 comma dell'art 2357 c.c. tali condizioni devono sussistere anche nell'ipotesi di acquisto di azioni proprie realizzato tramite società fiduciaria o interposta persona. La disciplina riguardante l'acquisto di azioni da parte della società emittente avrebbe infatti potuto trovare applicazione in rapporto agli acquisti delle azioni o quote della *target*, effettuati dalla *newco*: la società creata *ad hoc* come necessario veicolo strumentale avrebbe infatti potuto essere considerata come un intermediario della società bersaglio, determinando, così una violazione del comma 5 dell'art 2357 c.c., ovvero del divieto di effettuare operazioni sulle proprie azioni - oltre i limiti definiti al primo comma del medesimo articolo - anche “per il tramite di interposta persona”.

---

<sup>31</sup> I. CHIEFFI, in *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, p. 999: “La *ratio* dell'art 2357 è quella di salvaguardare l'integrità del capitale. Tutto ciò a tutela, sia dell'interesse dei soci (...) che, e soprattutto, dell'interesse dei creditori sociali contro la possibilità di annacquamento del capitale”.

<sup>32</sup> Come modificato a seguito del D. Lgs. n. 142/2008.



Sotto il profilo civilistico, poi, le operazioni di *leveraged buy out* erano divenute oggetto di un vivace dibattito dottrinale riguardo alla possibilità di accertare la violazione, diretta o indiretta, dell'art 2358 c.c. recante il divieto di assistenza finanziaria. Tale disposizione è stata oggetto di vari interventi legislativi che hanno in un primo momento ampliato, per poi invece allentare la portata del divieto. La precedente formulazione <sup>33</sup>, infatti, stabiliva infatti a carico della società un divieto assoluto di *financial assistance* mentre, l'attuale articolo 2358 c.c. - come modificato dall'art 1, d.lgs. n. 142/2008 <sup>34</sup> - prevede che " La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, se non alle condizioni previste dal presente articolo" ammettendo, quindi, una possibilità di deroga al divieto qualora sussistano le condizioni enunciate nel medesimo articolo. I requisiti richiesti sono sia di carattere procedurale che sostanziale. Sul piano procedurale, il legislatore ha imposto l'obbligo, a carico degli amministratori, di predisporre una relazione che dovrà essere depositata presso la sede della società durante i trenta giorni che precedono l'assemblea, in modo che quest'ultima possa deliberare in modo consapevole, in quanto il comma 1 subordina la realizzazione dell'operazione alla preventiva autorizzazione da parte dell'assemblea straordinaria. Il verbale dell'assemblea, congiuntamente alla relazione degli amministratori, deve essere poi depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese. La relazione dell'organo amministrativo deve possedere dei requisiti di sostanza: essa deve illustrare " sotto il profilo giuridico ed economico, l'operazione,

---

<sup>33</sup> Come modificato dal D.P.R. 10 febbraio 1986 n. 30 in attuazione della Seconda Direttiva comunitaria in materia di diritto societario n. 77/ 91, recepita nell'ordinamento italiano con legge delega 8 agosto 1985, n. 412.

<sup>34</sup> In attuazione della direttiva 2006/ 68/CE, la quale ha modificato la direttiva 77/91/CEE.

descrivendone le condizioni, evidenziando le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali che la giustificano, lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società ed indicando il prezzo al quale il terzo acquisirà le azioni. Nella relazione "gli amministratori attestano altresì che l'operazione ha luogo a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento, e che il merito di credito della controparte è stato debitamente valutato"(art 2358, comma 3, c.c.); inoltre, è previsto un ulteriore requisito di sostanza della relazione, in alcune ipotesi specificate: " qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti, la relazione di cui al terzo comma attesta altresì che l'operazione realizza al meglio l'interesse della società" (art 2358, comma 5 c.c.). L'intervento del legislatore non ha invece modificato il divieto per la società di accettare azioni proprie in garanzia, che viene riproposto al settimo comma dell'art 2358 c.c. ("La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia"), né ha variato la possibilità per la società di prestare assistenza finanziaria ai propri dipendenti o a quelli di società controllanti o controllate per l'acquisto di proprie azioni ("Salvo quanto previsto dal comma sesto, le disposizioni del presente articolo non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate": art 2358, comma 8 c.c.).

Nel sistema previgente, al fine di ammettere o meno la liceità del LBO, assumeva quindi rilievo centrale l'interpretazione del disposto di cui all'art 2358 c.c.

L'ipotesi di una violazione del divieto di assistenza finanziaria traeva forza anche dalla formulazione generica della disciplina. L'art 2358 c.c. evita, infatti, di qualificare la struttura delle garanzie a cui fa riferimento, non risultando chiaro "se la norma si riferisce a garanzie in senso tecnico ovvero a garanzie in senso economico-finanziario"<sup>35</sup>. La norma, poi, non descrive in modo dettagliato le modalità dell'operazione da ritenersi illecita, ma si limita solamente a descrivere l'effetto vietato. Ne deriva una sostanziale indifferenza nei confronti dell'aspetto soggettivo, sia per quanto attiene ai soggetti beneficiari (soci o terzi), sia con riferimento ai soggetti agenti. Ciò che rileva in via esclusiva risulta essere l'assunzione di un impegno patrimoniale (potenziale) a carico della società e connesso all'acquisto, o alla sottoscrizione, di azioni proprie da cui conseguirebbe un indebolimento della tutela offerta dal capitale sociale, ovvero di un bene giuridico altrimenti tutelato anche dagli art 2357 e 2357 *quater* dalla legge delega<sup>36</sup>. In merito è opportuno ricordare che dottrina e

---

<sup>35</sup> L. ARDIZZONE, *Sub Art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma delle società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2009.

<sup>36</sup> L. ARDIZZONE, *ivi*, afferma "La potenziale conflittualità del rapporto tra le operazioni in esame e gli art 2357 e 2357 *quater* potrebbe rendersi ancora più evidente nell'ipotesi di fusione inversa, ovvero nel caso in cui una società controllata incorpori la società che ne abbia acquisito il controllo, in seguito ad acquisto e/o sottoscrizione. Difatti, secondo una letteratura minoritaria, in tal modo l'incorporante-controllata acquisterebbe in via formale azioni proprie, acquisendo per mezzo della fusione le proprie azioni di proprietà dall'incorporata-controllante. Si renderebbe, dunque, applicabile la disciplina delle azioni proprie. Solo in un secondo momento, l'incorporante-controllata annullerebbe le azioni proprie acquisite. Quindi, sempre secondo tale letteratura, si verificherebbe l'insorgenza di azioni proprie in capo alla società incorporante, controllata dall'incorporata, prima dell'annullamento di tali azioni e della conseguente assegnazione di azioni al servizio delle ragioni dei soci dell'incorporata". In tal senso Tribunale di Milano, 4 maggio 1999, in *Società*, 2000, p. 333,

giurisprudenza hanno costantemente interpretato in senso estensivo di concetto di “assistenza finanziaria”, giungendo a ricomprendervi qualsiasi forma di agevolazione finanziaria finalizzata all’acquisto od alla sottoscrizione di azioni proprie<sup>37</sup>. Si è pertanto ritenuto che ricadessero nel divieto, mutui, aperture di credito, anticipazioni, sconti, riporti, acquisto di crediti, dilazioni di pagamenti, effettuati sia anteriormente che successivamente all’acquisto delle azioni proprie<sup>38</sup>. Con riguardo specifico al tema delle garanzie, sono state ricomprese non soltanto le garanzie reali, ma anche le fideiussioni stipulate dalla target a garanzia del mutuo assunto dalla società acquirente<sup>39</sup>. Inoltre, l’assenza di qualsiasi riferimento alla necessità della sussistenza di un rapporto cronologico tra gli atti ha indotto a ritenere soggette alla norma anche le operazioni in cui le garanzie siano prestate in un momento cronologicamente successivo all’acquisto di azioni (proprie), purché in presenza di un rapporto eziologico tra gli atti di prestazione della garanzia e l’acquisto di azioni<sup>40</sup>.

In tale quadro, in dottrina, si sostiene concordemente che il divieto vada esteso all’intervento di un fiduciario o di una persona interposta, come espressamente previsto dal comma 2 del medesimo art 2358 c.c. In tal modo, si apre una prospettiva anche sui rapporti tra soggetti terzi (rispetto alla società) ma aventi ripercussioni sul patrimonio della stessa.

---

con nota critica di **M.S. SPOLIDORO**, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*.

<sup>37</sup> Si veda **L. PICONE**, *Liceità del “merger leveraged buy out”?*, Società, n. 6, 2000, p. 714.

<sup>38</sup> **F. CARBONETTI**, *Acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988, p. 350.

<sup>39</sup> In giurisprudenza: Cassazione, 13 luglio 1981, n. 4540, in Rivista di diritto commerciale, 1981, II, p. 287 e ss. In dottrina, **G. PARTESOTTI**, *Le operazioni sulle azioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da COLOMBO e PORTALE, Torino, 1991, II, p. 467.

<sup>40</sup> In tal senso Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995, in Giurisprudenza italiana, 1996, I, II, c. 196 con nota di **P. MONTALENTI**, *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*. In senso contrario **G. PARTESOTTI** e Tribunale di Genova, 13 ottobre 1986.

Ciò su cui ci si è interrogati alla luce di queste due disposizioni è stato, in sostanza, se la società *target* potesse concedere garanzie per l'acquisto delle proprie azioni dal momento che il costo finale dell'intera operazione è sorretto dal suo stesso patrimonio e posto che il finanziamento erogato verso la società acquirente è concesso nella prospettiva di un risanamento del debito contratto attraverso l'utilizzo delle disponibilità economiche della società acquisita o mediante vendita dei suoi cespiti (il patrimonio della società acquisita diviene, infatti, l'elemento garante la restituzione del prestito).

Nell'alveo della molteplicità di modalità operative in cui un'operazione di LBO può articolarsi, alcune fattispecie, infatti, paiono senza dubbio violare in modo diretto il descritto divieto di assistenza finanziaria. Trattasi di ipotesi in cui la società bersaglio fornisce, direttamente o tramite interposta persona, alla *newco*, la necessaria assistenza finanziaria o sotto forma di finanziamenti ad essa erogati ovvero assumendo o garantendo i debiti della *newco* verso i terzi. È evidente, in tali ipotesi, lo scontro formale con il divieto di cui all'art 2358 cc: "qualsiasi fattispecie che comporti una partecipazione della Bersaglio alla operazione, e specificamente la erogazione di prestiti o la concessione di garanzie a favore della Acquirente, è puramente e semplicemente una violazione dell'arti 2358 cc. Definirla come un LBO crea soltanto confusione"<sup>41</sup>.

Altre ipotesi, invece, pur avendo la stessa connotazione delle precedenti sia da un punto di vista prettamente descrittivo sia dal punto di vista degli effetti economici che si producono nel caso concreto, non contrastano

---

<sup>41</sup> L. MONTARARI, *La ratio dell'art 2358 cc e la diffidenza verso il leveraged buy out*, Rivista di diritto privato, 2001, p. 375.

direttamente con il divieto in questione e sono quindi state ritenute lecite.

Si tratta, ad esempio, delle fattispecie in cui:

- L’operazione si proponga l’acquisizione dell’intero complesso aziendale di una data società, o di un singolo ramo di azienda della società bersaglio, da parte di un soggetto che, una volta indebitatosi per provvedere a tale acquisto, garantisca il finanziamento predetto mediante costituzione di garanzie reali sui beni aziendali ovvero ripaghi l’indebitamento mediante cessione di alcuni cespiti aziendali acquisiti ma ritenuti non strategici <sup>42</sup>.
- La *newco* ripaghi il debito assunto per procedere all’acquisizione non già con diretto utilizzo del patrimonio della società bersaglio bensì utilizzando semplicemente i dividendi percepiti a fronte di utili di esercizio conseguiti da *target* stessa ovvero le somme derivanti da utili distribuibili e riserve disponibili della società acquisita, in precedenza da questa accantonate (e solo successivamente ripartite per ripianare il debito contratto per finanziare l’acquisizione).
- L’operazione sia posta in essere da parte dei dipendenti della società o delle società gruppo - *management buy out* – a condizione che, secondo parte della dottrina, vengano rispettati i limiti previsti dall’ultimo comma dell’art 2358 cc <sup>43</sup>.

Al di fuori di questi casi “limite”, in cui la dottrina è pressoché unanime nel riconoscere la completa illiceità o la perfetta liceità delle operazioni di

---

<sup>42</sup> Tale operazione non violerebbe la disposizione di cui all’art 2358 c.c. perché volta a “trasformare” la società bersaglio in una società operativa.

<sup>43</sup> Così P. MONTALENTI, “ Si deve sottolineare che le liceità dell’operazione è destinata al rispetto del limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili: il legislatore ha quindi derogato al divieto solo eccezionalmente”. *Il leveraged buy out*, Quaderni di diritto commerciale, 1991, p. 132.

*leveraged buy out*, una riflessione approfondita va riservata alle operazioni effettuate mediante acquisizione della società *target* e sua successiva incorporazione nella società acquirente (*merger leveraged buy out*). Anche in questo caso occorre verificare se la descritta metodologia di acquisizione rinvenga o meno, nel divieto di assistenza finanziaria di cui all'art 2358 c.c., un impedimento insuperabile oppure se l'operazione sia valutabile in termini di liceità e quindi di concreta fattibilità. Tra l'altro, sia la considerazione che questa è la metodologia operativa più praticata e la più ambita, sia che, per la sua complessa articolazione, effettivamente si presta ad indagini maggiormente approfondite, hanno determinato che il dibattito giuridico si sia incentrato proprio sull'analisi di questo tipo di modalità acquisitiva per verificare se essa si ponga o meno in contrasto, diretto o anche solo indiretto, con il divieto di assistenza.

Il problema nasceva dal fatto che la norma di cui all'art 2358 c.c. è sempre stata considerata dalla giurisprudenza come estrinsecazione di un principio di ordine pubblico, ed, in quanto tale, inderogabile<sup>44</sup>. Non solo, la norma viene vista come "norma materiale" volta a vietare il conseguimento del risultato in essa previsto (l'assistenza finanziaria da parte della società acquisita), indipendentemente dalle forme in cui si struttura il procedimento per ottenere tale risultato<sup>45</sup>. Tali caratteristiche dell'art 2358 c.c. hanno indotto, quindi, parte della dottrina e della giurisprudenza a prospettare ricostruzioni interpretative rigorose circa la legittimità delle operazioni di LBO, riscontrandovi una possibile natura in frode alla legge (tesi sostanzialistica), anche là ove la struttura

---

<sup>44</sup> Tra le altre, Cassazione, 21 gennaio 1970, in *Giustizia civile*, 1970, I, p. 348.

<sup>45</sup> Cassazione, 4 ottobre 1984, n. 4916, in *Rivista diritto commerciale*, 1985, II, p. 85.

dell'operazione non implicasse una formale violazione dei presupposti di applicazione dell'art 2358 <sup>46</sup>.

Vi era sostanziale concordanza in dottrina e in giurisprudenza <sup>47</sup> nell'affermare che, nell'ambito di un'operazione di *merger leveraged buy out*, nessuna attività posta in essere dalle parti violasse direttamente il divieto di cui all'art 2358 c.c. Parte della dottrina <sup>48</sup>, peraltro, riteneva che l'operazione in esame potesse indirettamente integrare assistenza finanziaria, in quanto, secondo tale opinione, la fusione realizzava proprio il risultato che l'art 2358 c.c. intendeva evitare: accollo del debito, da parte della società *target*, contratto dalla società acquirente per procedere all'acquisizione delle sue azioni. Il problema di liceità dell'operazione, quindi, si poneva allorquando, in una sua lettura unitaria, si dava una rilevanza giuridica alle conseguenze economico-patrimoniali della stessa (che, come detto, posso essere, a grandi linee, assimilate a quelle vietate

---

<sup>46</sup> In tal senso **P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out*, Milano, 1991 (in particolare *I giudici italiani e il lbo tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, in *Giurisprudenza italiana*, 1996, I, II, c. 195). In giurisprudenza, hanno escluso a priori la validità delle operazioni di LBO, Tribunale di Ivrea 12 agosto 1995; Tribunale di Milano, 27 ottobre 1997 (decr); Tribunale di Milano, 4 maggio 1999; Cassazione Penale, 4 febbraio 2000 n. 5503 in *Corriere giuridico*, 2000, p. 745 con nota critica di **P. SCHLESINGER**, ed in *Società*, n. 6, 2000, p. 711, con nota critica di **L. PICONE**. La suprema Corte, però, pur esprimendosi con chiarezza in senso contrario al recepimento delle operazioni di LBO nell'ordinamento italiano lo ha fatto giudicando una vicenda chiaramente e direttamente in contrasto con l'art 2358 c.c. infatti, nella fattispecie concreta, la società *target* aveva prestato avallo per le cambiali utilizzate dalla società acquirente per procedere al suo acquisto.

<sup>47</sup> In dottrina, per tutti, **P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out*, quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 57; In giurisprudenza, Tribunale di Milano 14 maggio 1992, in *Foro italiano*, 1992, I, c. 2829; Tribunale di Milano, 30 giugno 1992, in *Foro italiano*, 1993, II, c. 168; Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995, in *Giurisprudenza italiana*, 1996, I, c. 2; Tribunale di Milano 27 ottobre 1997 (decr.), in *Giurisprudenza italiana*, 1998, c. 1440; Tribunale di Milano, 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, p. 75, con nota di **M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*; Tribunale di Milano, 4 maggio 1999, in *Società*, 2000, p. 333, con nota di commento di **M.S. SPOLIDORO**, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*.

<sup>48</sup> C.d. tesi sostanzialista. Si rinvia al par 2, cap. II, dell'elaborato.



dalla norma), e si guardava alla fusione come all'elemento chiave dell'intera operazione, posto in essere con l'unico obiettivo di aggirare la norma citata<sup>49</sup>. La fusione, quindi, poteva costituire negozio in frode alla legge; l'operazione invece doveva ritenersi lecita qualora la fusione fosse assistita da valide ragioni imprenditoriali<sup>50</sup>. Una variante della tesi, richiedeva, per affermare la legittimità, la "ragionevolezza" dell'indebitamento rispetto ai mezzi propri della società *target*<sup>51</sup>. Questo orientamento sembrava, sul finire degli anni '90 e nei primi anni 2000, trovare un riscontro in alcune decisioni giurisprudenziali<sup>52</sup>, le quali affermavano l'illiceità, a determinate condizioni, del *merger leveraged buy out*. Secondo la maggior parte della dottrina, però, la tesi contraria alla liceità dell'operazione in esame era frutto di una "illusione ottica" in quanto confondeva la portata economica delle conseguenze della fusione

---

<sup>49</sup> U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs)*, in Aa.Vv, *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni di comodo: tra autonomia e controllo*, Milano, GIUFFRÈ, 1990, p. 17.

<sup>50</sup> In dottrina, tale correttivo è stato sostenuto per primo da P. MONTALENTI mentre in giurisprudenza, è stato in seguito proposto dal Tribunale di Milano, 13 maggio 1999 (Caso Trenno) con nota adesiva di P. MONTALENTI (Giurisprudenza italiana, 1999, p. 2105) e con nota contraria M.S. SPOLIDORO (società, 2000, p. 75).

<sup>51</sup> Così, P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, Giurisprudenza italiana, 1999, "Più precisamente, la "ragionevolezza dell'uso della leva finanziaria,(...) costituisce una garanzia obiettiva che il debito non sia pagato con il patrimonio della società acquisita, perché fornisce una base concreta alle prospettive di creazione di un cash flow futuro(...). Quindi, elemento discretivo della fusione lecita non è l'esistenza di una ragione imprenditoriale nella fusione, ma l'esistenza di un "ragionevole" uso della leva finanziaria".

<sup>52</sup> Cassazione Penale, sez V, 4 febbraio 2000- D'ANDRIA, in *Società*, 2000, p. 711, con nota di commento di L. PICONE, *Liceità del "merger leveraged buy out"?*; in *Corriere giuridico*, 2000, p. 745, con nota critica di P. SCHLESINGER, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della Cassazione penale*.

Tribunale di Milano, 13 maggio 1999. (Caso Trenno), in *Società* 2000, p. 75, con nota di M. S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*; in *Giurisprudenza italiana*, 1999, p. 2105 con nota di P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*.

(integrazione dei patrimoni delle società partecipanti) con l'analisi giuridica dei presupposti del divieto di assistenza finanziaria (attività posta in essere dagli amministratori della società *target* per far prestare dalla società stessa assistenza finanziaria ad un soggetto acquirente la partecipazione sociale). Secondo la dottrina maggioritaria, già prima dell'entrata in vigore della riforma del diritto societario, il nostro sistema normativo offriva validi argomenti per affermare che l'operazione di *merger leveraged buy out* non fosse mai in contrasto con l'art 2358 c.c.<sup>53</sup>.

### *Segue.* LA RATIO DELL'ART 2358 C.C.

Da quanto sopra esposto, occorre, prima di prendere in considerazione le diverse tesi dottrinali sulla liceità o meno delle operazioni di *leveraged buy out*, verificare la *ratio* dell'art 2358 c.c.

Secondo l'opinione prevalente, la disposizione in esame tutelerebbe l'integrità del capitale sociale, inteso come mezzo diretto ad assicurare la garanzia patrimoniale dei creditori sociali attuali e futuri<sup>54</sup>, al fine di prevenire fenomeni di annacquamento del capitale sociale. La norma in esame si affianca ad una serie di altre disposizioni contenute nel codice civile che svolgono la medesima funzione di tutela del capitale sociale. A conferma di tale orientamento viene citata la seconda Direttiva CEE in materia societaria in cui si legge che "devono essere adottate norme (...)

---

<sup>53</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 182.

<sup>54</sup> In questo senso, G. COTTINO, *Le società*, 1999, II, p. 324; P. SCHLESINGER, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della Cassazione penale*, Corriere giuridico, 2000, p. 748; I. CHIEFFI, *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 999; L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del lbo*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 135.

per salvaguardare il capitale sociale, che costituisce una garanzia per i creditori”<sup>55</sup>.

In senso diverso si è invece affermato che l’art 2358 c.c. proteggerebbe l’interesse dei soci ad impedire agli amministratori di compiere manovre con le azioni ed operazioni elusive del divieto di cui agli art 2357 e ss. Gli amministratori, infatti, utilizzando i mezzi propri della società potrebbero finanziare (o garantire) determinati soggetti per permettere a questi di diventare soci ovvero di incrementare la loro partecipazione nella società, in modo tale da influire sulla volontà sociale. In quest’ottica si pone l’accento sul fatto che mercato azionario e assetto organizzativo della società devono costituire la risultante di una libera scelta e di una libera concorrenza degli investitori in base ad un giudizio di mercato sulle reali capacità produttive dell’impresa<sup>56</sup>. La società deve quindi essere “neutrale” nei confronti della propria compagine sociale e non può favorire, con l’utilizzo di mezzi propri, l’ingresso di nuovi soci.

Diversamente ancora si esprimeva altra dottrina, secondo la quale la *ratio* del divieto di cui all’art 2358 c.c. sarebbe volta essenzialmente a tutelare l’integrità del patrimonio della società. Quindi, non solo l’integrità del capitale sociale ma anche “impedire un’erosione (...) di qualsiasi elemento patrimoniale della società al fine di acquistarne le azioni”<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> I. CHIEFFI, *ivi*.

<sup>56</sup> G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da COLOMBO e PORTALE, Torino, 1991, II, p. 479, per il quale “sembra arduo negare che la *ratio* del divieto non sta nella tutela del capitale sociale, bensì in una più generale e articolata considerazione dell’opportunità di garantire la neutralità della società nei confronti dei soci e se si vuole del mercato azionario”.

<sup>57</sup> In questo senso P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 61. Critica nei confronti di tale tesi è I. CHIEFFI, *Il leveraged buy out nell’ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 556.

Alcuni autori, invece, hanno affermato, contrariamente a quanto fin qui sostenuto relativamente alla *ratio* del divieto, la legittimità dell'assistenza finanziaria concessa nel limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili già nel vigore della precedente formulazione dell'art. 23 della II direttiva, proponendo l'applicazione analogica del limite previsto per l'acquisto di azioni proprie<sup>58</sup>.

Uno Studioso della materia<sup>59</sup> ha sottolineato come, le tesi che vedono la *ratio* della norma nella tutela del patrimonio sociale o nella tutela dei soci da esercizi abusivi degli amministratori, siano poco convincenti. Iniziando dalla tutela del patrimonio, si è cercato di mettere in discussione il punto di partenza di tale dottrina: visto che l'art 2358 c.c., a differenza dell'art 2357 c.c., è un divieto assoluto, allora sarebbe necessario distinguere la tutela del capitale sociale di cui all'art 2357 c.c. (che permette deroghe) dalla tutela di un *quid pluris* previsto dall'art 2358 c.c. La tesi è stata criticata in primo luogo perché non fornisce alcuna giustificazione del motivo per cui il divieto di assistenza finanziaria dovrebbe essere volto a tutelare il patrimonio sociale, mentre la disciplina dell'acquisto di azioni proprie dovrebbe essere volta a tutelare il capitale sociale infatti, "se il legislatore avesse voluto impedire un'erosione (...) di qualsiasi elemento patrimoniale della società al fine di acquistare le azioni avrebbe dovuto dettare discipline omogenee e parallele sia per le operazioni di acquisto

---

<sup>58</sup> Si veda **A.A. DOLMETTA**, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n. 266/2001: la target da S.p.a. ad S.r.l.*, in *Corriere giuridico*, 2002, p. 241 e ss., il quale sembrava ammettere tale possibilità esclusivamente per le SRL, non soggetta alla II Direttiva. Tuttavia detta interpretazione, nonostante il pregio delle argomentazioni esposte a suo favore, non poteva tuttavia essere accolta stante l'assolutezza del divieto posto dall'art. 23 della II direttiva: in questo senso **A. VICARI**, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, p. 40 e s., pur non escludendo che al risultato prefigurato dalla dottrina anzi riportata si potesse giungere interpretando la (previgente) disposizione dell'art. 2358 c.c. alla luce della direttiva 2006/68/CE.

<sup>59</sup> **L. PICONE**, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 129.

delle proprie azioni che per le operazioni di prestito e garanzia”<sup>60</sup>e, in secondo luogo, perché “non pone sotto corretta luce - nella ricerca della *ratio* della norma - il fatto che il divieto assoluto di assistenza finanziaria viene meno (...) quando è prestata a favore dei dipendenti della società”<sup>61</sup>. Occorre poi sottolineare che, il rilievo del limite quantitativo imposto nell’articolata disciplina dell’art 2358 c.c. , è da inquadrare nella funzione di preservare e tutelare l’integrità del capitale sociale e non anche nell’ulteriore esigenza di preservare l’integrità del patrimonio dai rischi nascenti da un’operazione di *financial assistance*. L’integrità del patrimonio sociale è di fatto garantita dalla relazione degli amministratori (*ex art 2358 3 comma*) che impone a questi ultimi di illustrare i potenziali rischi per la liquidità e la solvibilità della società e di attestare che l’operazione è compiuta e ha luogo a condizioni di mercato. Il limite quantitativo disposto dall’art. 2358 c.c. non esaurisce la spiegazione della complessa disciplina dell’assistenza finanziaria. L’articolato sistema dei vincoli sostanziali e adempimenti procedurali non è diretto solo ed esclusivamente a tutelare e preservare il capitale sociale ed il patrimonio della società finanziatrice nell’interesse del ceto creditorio, ma anche a tutelare gli interessi dei soci di minoranza prevedendo (o, quanto meno, limitando) eventuali abusi compiuti dagli amministratori per favorire il terzo finanziato a scapito dell’interesse sociale. In tal senso si devono leggere gli obblighi per gli amministratori e la necessaria preventiva autorizzazione da parte dell’assemblea straordinaria e le specifiche previsioni dei commi 4° e 5°, che richiedono l’osservanza di particolari cautele qualora l’assistenza finanziaria sia prestata per l’acquisto di azioni

---

<sup>60</sup> I. CHIEFFI, *Il leveraged buy out nell’ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 1002.

<sup>61</sup> Nota sub 60.

proprie detenute dalla società stessa oppure quest'ultima accordi prestiti o fornisca garanzia per l'acquisto di azioni proprie ai suoi stessi amministratori (nonché della controllante o delle controllate) a soggetti che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti.

L'intera disciplina dell'assistenza finanziaria, contenuta in ciascuna delle disposizioni dell'art. 2358, sembra confermare, alla luce di quanto sin qui esposto, la tesi – sostenuta da parte della dottrina con riferimento al previgente divieto assoluto – secondo cui la disciplina dell'assistenza finanziaria ha “fondamenti e scopi molteplici” tra i quali non è facile stabilire una gerarchia <sup>62</sup>. L'art. 2358 c.c. può di certo collocarsi tra le norme che rientrano nel più ampio sistema di protezione del capitale sociale, come dimostra il fatto che il limite quantitativo degli utili distribuibili e delle riserve disponibili costituisce soltanto uno degli elementi (tutti di eguale rilievo) che formano l'articolato “sistema protettivo” previsto dalla nuova disciplina della *financial assistance*.

Né più convincente appare la tesi secondo cui la norma vorrebbe impedire abusi di potere da parte degli amministratori. Infatti, se così fosse, la norma sarebbe del tutto inutile visto che, anche in sua assenza, gli amministratori non potrebbero distrarre il patrimonio sociale per permettere a determinati soggetti di diventare soci della società: vi sarebbe conflitto di interessi già impedito dall'art 2391 c.c. o atto estraneo all'oggetto sociale, impedito dall'art 2392 c.c. e comunque troverebbe sanzione nelle disposizioni di cui agli art 2393 e ss c.c., in relazione alle azioni di responsabilità nei confronti degli amministratori.

---

<sup>62</sup> Così **A. VICARI**, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo di società di capitali*, Milano, 2006, p. 37 e **A. ALBANESE**, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in *Contratto e Impresa*, 2007, p. 373.

La disciplina del divieto di assistenza finanziaria, quindi, si inquadra nel principio generale di tutela del capitale sociale.

## 2. LA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO: OPERAZIONE LEGITTIMA? IL DIBATTITO IN DOTTRINA.

Le posizioni della dottrina possono – in estrema sintesi - essere raggruppate in due principali correnti di pensiero: “l’una che, affermando la liceità formale delle singole fasi dell’operazione giunge a sostenere che anche l’intera operazione, unitariamente considerata, non realizzi i presupposti di un negozio in frode alla legge per violazione dell’art 2358; l’altra, al contrario, che, evidenziando la “sostanza” dell’operazione di *merger leveraged buy out* unitariamente considerata, ritiene contrarie a norme imperative od in frode alla legge alcune fattispecie di *leveraged buy out*”<sup>63</sup> pur con la precisazione che entrambe concordano nel ritenere che il *merger leveraged buy out* non contrasti direttamente con il disposto dell’art 2358 c.c. La società *target*, infatti, non concede prestiti o garanzie per l’acquisto delle azioni proprie. Lo stesso Montalenti (principale sostenitore della tesi contraria alla liceità del *leveraged buy out*) afferma che “ritengo che si possa con sicurezza riconoscere che la fattispecie-base non concreti (...) una violazione diretta del divieto”<sup>64</sup>.

Analizziamole separatamente.

---

<sup>63</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 82; B. BERTINI, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1441, parla di “visione atomistica del fenomeno” e “visione olistica dell’operazione”.

<sup>64</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 57.

## 2.1. LA TESI “FORMALISTICA”

Secondo una corrente di pensiero (maggioritaria), l’operazione di *leveraged buy out* non contrasta con il disposto di cui all’art 2358 c.c. e/o con la disciplina prevista per l’acquisto di azioni proprie ex art 2357 ss. c.c. Varie sono le argomentazioni addotte dalla dottrina per giungere a sostenere la liceità dell’operazione.

### a) LICEITA’ DEI SINGOLI NEGOZI POSTI IN ESSERE

In primo luogo si afferma che, visto che l’art 2358 c.c. presuppone che la società cui si deve applicare il divieto (e cioè i suoi amministratori) assumano nella fattispecie un ruolo attivo, mai, nell’intero procedimento negoziale del *leveraged buy out*, vi è un’attività della società *target* di assistenza finanziaria a favore della società acquirente. L’operazione di LBO, infatti, non comporta un acquisto di azioni proprie da parte della società *target*, né la stessa accorda alcun prestito o fornisce garanzie per favorire l’acquisto delle proprie azioni<sup>65</sup>. Quando la società è oggetto “dell’attacco di un *raider* la situazione non è analoga, ma anzi opposta a quella regolata dall’art 2358 c.c.”<sup>66</sup>. Infatti, nella fase anteriore all’acquisizione, quando la società acquirente si indebita per finanziare l’acquisizione di *target*, quest’ultima è del tutto estranea all’operazione di finanziamento. In tale fase quindi, non si verifica alcuna violazione del disposto dell’art 2358 c.c.: la società acquirente può, infatti,

---

<sup>65</sup> R. PARDOLESI, *Leveraged buy-out: una novità a tinte forti ( o fosche?)*, Giurisprudenza commerciale, 1989, I, p. 406; U. MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato (fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy - outs e management buy - outs)* in Aa.Vv. Fusioni, concentrazioni e trasformazioni di comodo: tra autonomia e controllo, Milano, 1990, GIUFFRÈ, p. 148.

<sup>66</sup> M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy out”*, Società, 1, 2000, p. 84.



“legittimamente indebitarsi al fine di addivenire all’acquisto delle azioni rappresentanti il capitale sociale di un’altra società”<sup>67</sup>.

Anche qualora il finanziatore dell’operazione eroghi il finanziamento nella previsione che esso verrà, in un secondo momento (dopo la fusione), garantito dai beni della società *target*, tale garanzia sarebbe del tutto ipotetica, e,- comunque - non certo imputabile alla società *target* che, in questo momento, non è parte del rapporto che si è venuto a creare tra soggetto finanziatore e società acquirente <sup>68</sup>. Il finanziatore, quindi, corre il rischio che l’operazione non si perfezioni.

Nel momento dell’acquisizione, la società bersaglio è estranea al contratto, in quanto le sue azioni sono l’oggetto del contratto stesso<sup>69</sup>. L’acquisizione, inoltre, non può integrare violazione del disposto di cui all’art 2358 c.c. atteso che quest’ultima non intacca l’integrità del capitale sociale della società *target*, né l’acquisto è posto in essere al fine di consentire agli amministratori di quest’ultima, di “assicurarsi il successo di votazioni a cui essi sono interessati”<sup>70</sup>.

Unica attività compiuta dalla *target* nell’ambito dell’intero procedimento è la fusione per incorporazione in *newco* (per effetto di tale atto, le azioni di *target* verranno annullate, e *target* stessa non esisterà quale autonomo soggetto di diritto); ma la fusione, secondo tale corrente di pensiero, non

---

<sup>67</sup> Così, A. MORANO, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Società, 7, 2000, p. 955.

<sup>68</sup> A. MORANO, *Liceità o illiceità del leveraged buy out*, Società, 1992, p. 890.

<sup>69</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*. Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 84.

<sup>70</sup> Così, A. MORANO, in *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Società, n. 7, 2003, il quale evidenzia come nella prassi normalmente al momento dell’acquisto si verificano le dimissioni dell’intero organo amministrativo, rappresentativo del socio cedente.

configura la costituzione di una garanzia da parte di *target* a favore di *newco*<sup>71</sup>.

Altra dottrina ha affermato che nel *merger leveraged buy out* non vi sarebbe prestazione di garanzia, perché l'effetto della fusione non è una garanzia in senso tecnico - cui si applicherebbe il divieto di cui all'art 2358 c.c. – ma una garanzia generica, fondata sul patrimonio della società *target*<sup>72</sup>. Quindi, anche se si volesse fornire un'interpretazione estensiva del concetto di garanzia, in modo tale da ricomprendervi qualsiasi strumento giuridico idoneo a rafforzare la tutela del credito, la fusione non integrerebbe accollo del debito della società acquirente da parte della società acquisita, poiché, se del caso, l'accollo vi sarebbe per effetto della fusione, cioè in un momento in cui le azioni della *target* sono state annullate<sup>73</sup>. Il divieto presuppone, infatti, un atto della società *target* che preceda o sia contestuale all'operazione di prestito.

---

<sup>71</sup> **A. MORANO**, in *Liceità o illiceità del leveraged buy out?*, Società, 1992, p. 891, "Il risultato, poi, che consegue alla fusione non è mai quello dell'acquisto delle azioni proprie, ma quello diverso della compenetrazione di due patrimoni, e, quindi, semmai, in senso atecnico, quello dell'acquisto del patrimonio della società bersaglio da parte della società incorporante. In altri termini, sia prima che dopo la fusione, non conduce mai al risultato di acquisto di azioni di una società che dia un prestito o che fornisca garanzie".

<sup>72</sup> **G. F. CAMPOBASSO**, "Il divieto di assistenza finanziaria (...) è riferibile solo alle garanzie in senso tecnico concesse dalla società. Non è applicabile alle operazioni nelle quali il patrimonio della società viene solo di fatto utilizzato per garantire un finanziamento per l'acquisto delle azioni della stessa"; **D. PREITE**, *I merger leveraged buy-outs e gli art 2357 e 2358 c.c.*, Giurisprudenza commerciale, 1993, il quale, analizzando la dottrina civilistica che si è occupata dell'individuazione del concetto di "garanzia" contenuto nel codice civile, afferma che " Si può osservare che sembra prevalere (...) l'opinione secondo cui il termine in questione non sarebbe impiegato (...) nell'accezione di "garanzia generica". Il termine garanzia sarebbe invece impiegato in relazione ad un debito di un terzo ( che nel caso degli LBOs sarebbe la società veicolo) solo a) quando l'atto del garante favorisce alcuni creditori del garantito rispetto ad altri; b) quando il garante non si sostituisce integralmente nella posizione soggettiva del garantito, cioè non assume un'obbligazione avente la medesima causa di quella garantita".

<sup>73</sup> **R. PARDOLESI**, in *Leveraged buyout: una novità a tinte forti ( o fosche?)*, Giurisprudenza commerciale, 1989, p. 497, "Manca l'assunzione di una garanzia specifica, che la norma in parola sembra richiedere; più ancora, manca l'accollo dei debiti dalla società bersaglio,

Con la fusione inoltre non vi è violazione dell'art 2358 c.c. poiché non può parlarsi di annacquamento del capitale sociale; infatti, mutando "il parametro di riferimento contabile (il capitale nominale della società *target*) ed essendo annullate le azioni in cui esso è suddiviso, non si verifica più il fenomeno dell'annacquamento del capitale e cioè l'ingannevole rappresentazione contabile di una situazione patrimoniale diversa da quella reale"<sup>74</sup>. La fusione, da ultimo, non può integrare violazione (neppure indiretta), del disposto di cui all'art 2358 c.c., anche in considerazione del fatto che la disposizione in esame, contenendo un divieto penalmente sanzionato, non potrebbe essere estesa oltre i limiti del suo espresso contenuto<sup>75</sup>.

Dopo la fusione, poi, la società *target* non esiste più, essendo stata incorporata in *newco*: pertanto, le eventuali garanzie successivamente costituite da *newco*, a garanzia del finanziamento assunto per acquistare *target*, utilizzando cespiti patrimoniali già di *target* stessa, non possono, per definizione, integrare atti di "assistenza finanziaria" posti in essere dalla società *target* per l'acquisto di azioni proprie<sup>76</sup>.

## **b) IL NEGOZIO IN FRODE ALLA LEGGE**

Chiarito che nessun negozio posto in essere nell'ambito del *leveraged buy out* integra violazione diretta del divieto di cui all'art 2358 c.c., la dottrina maggioritaria afferma che neppure la fusione possa integrare negozio in

---

non foss'altro perché quest'ultimo si determina nel momento stesso in cui tale società si estingue, sì che, tecnicamente non sussiste".

<sup>74</sup> A. GOMMELLINI, *Le operazioni di leveraged buy out di fronte al diritto italiano delle società*, Rivista diritto commerciale, 1989, p. 182.

<sup>75</sup> R. PARDOLESI, *Leveraged buy out: una novità a tinte forti ( o fosche?)*, Giurisprudenza commerciale, 1989, p. 406.

<sup>76</sup> Così L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003.

frode alla legge ex art 1344 c.c. Come è noto, secondo tale norma, “si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l’applicazione di una norma imperativa”. In considerazione della formulazione, volutamente generica, adottata dal legislatore nel configurare il negozio in frode alla legge, una parte della dottrina non ritiene sufficiente, al fine di dichiarare l’illiceità per frode alla legge di un’operazione, che detta operazione consegua un risultato equivalente a quello vietato da una norma imperativa. In particolare, il fatto che vi sia equivalenza di effetti tra un’operazione di *merger leveraged buy out* e l’accollo del debito da parte della società acquisita, non può, di per sé, portare ad affermare che il *leveraged buy out* sia nullo per frode alla legge. Questo perché, affinché si integri il negozio in *fraudem legis*, non è sufficiente la sussistenza di un’equivalenza tra risultati ma è necessario che vi sia un *quid pluris* rappresentato dalla fraudolenza<sup>77</sup>. In primo luogo si evidenzia come l’operazione di *leveraged buy out* (e, quindi, anche la fusione, nell’ambito di un’operazione di lbo) non conduce mai al risultato vietato dall’art 2358 c.c. né ad una violazione degli interessi protetti dalla stessa norma. L’operazione in esame, infatti, non conduce mai all’acquisto di azioni di una società che abbia concesso un prestito per procedere a all’acquisto o che abbia, per il medesimo scopo, fornito garanzie.

Inoltre si afferma che la fusione non può essere configurata come negozio in frode alla legge perché è un’operazione di per sé neutra e, in quanto tipizzata dal legislatore, lecita indipendentemente dalle “motivazioni” che reggono la stessa<sup>78</sup>. I motivi della fusione, pertanto, sono irrilevanti e

---

<sup>77</sup> P. SCHLESINGER, *Leveraged buy out: un’apparente presa di posizione della Cassazione penale*, Corriere giuridico, 2000, p. 746.

<sup>78</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 88.

insindacabili dai terzi. Tale assunto pare dimostrato anche dal rilievo che l'irrelevanza dei motivi sottesi all'atto di fusione viene bilanciata, nel nostro ordinamento, con la predisposizione di notevoli strumenti di tutela per i soci di minoranza e per i creditori<sup>79</sup>. I soci di minoranza, infatti, sono tutelati dalla disciplina della congruità del rapporto di cambio in materia di fusioni: con una corretta applicazione dei principi relativi al rapporto di cambio, i soci della società bersaglio, anche se contrari alla fusione, si ritroveranno infatti con una maggiore partecipazione nella società incorporante; di contro, qualora fossero pregiudicati da un rapporto di cambio non corretto sarebbero legittimati ad impugnare la deliberazione di fusione per "illegittimità del procedimento" ai sensi dell'art 2377 c.c.

I creditori, al fine di evitare pregiudizi, possono opporsi alla fusione nei due mesi successivi al deposito nel registro delle imprese della delibera di fusione. La pubblicazione della situazione patrimoniale della società, ai sensi dell'art 2501 *ter*, costituisce, per unanime interpretazione, strumento predisposto dalla legge per la corretta informazione dei creditori.

Da ciò si evince che la fusione, lungi dall'essere strumento di elusione dell'art 2358 c.c., è condizione per il rispetto degli interessi tutelati dalla norma<sup>80</sup>.

Qualora si volesse considerare, inoltre, che la fusione svolge una "funzione tipica" di concentrazione tra imprese<sup>81</sup>, non può comunque negarsi che, da un punto di vista giuridico, al fine della legittimità della

---

<sup>79</sup> **I. CHIEFFI**, *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 1007; **M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, Società, n. 1, 2000, p. 81.

<sup>80</sup> **I. CHIEFFI**, *Il leveraged buy-out nell'ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 1008.

<sup>81</sup> Così afferma la dottrina che ritiene illecito il *leveraged buy out*, es, **P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 111.

stessa è sufficiente che, per effetto della fusione, vi sia una compenetrazione dei patrimoni delle due società, che è una delle conseguenze naturali dell'incorporazione. Quindi, l'imputazione del debito della società incorporante nel patrimonio della società incorporata, che viene a scomparire come elemento autonomo, è una mera conseguenza naturale e ineludibile del procedimento di fusione<sup>82</sup>. Non può pertanto dedursi da questo, alcun intento fraudolento anche in considerazione del fatto che i motivi della fusione sono insindacabili<sup>83</sup>.

### **c) IL COLLEGAMENTO NEGOZIALE**

Per criticare la tesi, espressa da autorevole dottrina, secondo cui il *leveraged buy out* può rappresentare un negozio in frode alla legge, si è anche affermato che manca, nel caso in esame, un tessuto negoziale unitario, o un collegamento negoziale, cui fare diretta applicazione della regola di cui all'art 1344 cc<sup>84</sup>. Il tessuto negoziale unitario, si afferma, sarebbe “ di improbabile applicazione al cospetto di un procedimento complesso quale è quello qui considerato<sup>85</sup>”. Tale assunto viene criticato<sup>86</sup> in primo luogo perché, non può dubitarsi che in una classica operazione di *leveraged buy out* manchi o sia assente un collegamento logico tra i vari negozi posti in essere dalle parti (soprattutto se si guarda al finanziamento erogato per acquisire la società *target* e la successiva fusione grazie alla quale viene estinto il debito contratto) e, perché, non appare fondata

---

<sup>82</sup> R. PARDOLESI, *Il leveraged buy out non è fuori legge*, Corriere Giuridico, 1992, 10, p. 1140; L. PICONE, *Liceità del “merger leveraged buy out”?*, Società, n. 6, 2000.

<sup>83</sup> A. GOMMELLINI, *Le operazioni di leveraged buy out di fronte al diritto italiano delle società*, Rivista diritto commerciale, 1989, p. 189.

<sup>84</sup> Così R. PARDOLESI, *Leveraged buy-out: una novità a tinte forti ( o fosche?)*, Giurisprudenza commerciale, 1989, p. 407; A. MORANO, *Liceità o illiceità del leveraged buy out?*, Società, 1992, p. 892.

<sup>85</sup> R. PARDOLESI, *ivi*.

<sup>86</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 93.

l’asserzione secondo cui “la frode alla legge, ex art 1344 c.c. presuppone un tessuto negoziale unitario” e, come tale, non può essere applicata al fenomeno del *leveraged buy out* vista la complessità del procedimento. Infatti, come criticato da autorevole dottrina, “sostenere che le singole fasi delle operazioni di LBO sono necessariamente tra loro indipendenti e che l’omogeneità del risultato economico-finanziario è una mera conseguenza accidentale di una pluralità di negozi che solo casualmente si articolano in una sequenza procedimentale tipica”<sup>87</sup> andrebbe contro la stessa definizione di *leveraged buy out* .

## 2.2. LA TESI “SOSTANZIALISTA”

Secondo altra corrente di pensiero, il *leveraged buy out*, attuato mediante fusione per incorporazione di *target* in *newco* (o mediante fusione inversa) rappresenterebbe un negozio complesso in frode alla legge, e, in particolare, sarebbe un’operazione “distorsiva dei meccanismi fisiologici di trasferimento del controllo societario e di (...) una tecnica deviata dell’ingegneria finanziaria, respinta sempre più diffusamente in tutti gli ordinamenti avanzati, perché ispirata ad una logica “predatoria” dei patrimoni societari”<sup>88</sup>.

I sostenitori dell’illiceità del *merger leveraged buy out* partono dalla considerazione che l’art 2358 c.c. sia una norma materiale, che tipizzerebbe un’ipotesi di “contratto con motivo illecito”; sarebbe vietato, quindi, qualsiasi negozio (o insieme di negozi collegati) che importi, quale risultato pratico, l’acquisizione (o la sottoscrizione) di azioni di una società per effetto di atti di “assistenza finanziaria” posti in essere dalla stessa

---

<sup>87</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 119.

<sup>88</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 14.

società, che ne intacchino il capitale sociale ovvero il patrimonio <sup>89</sup>. Il LBO viene pertanto qualificato come negozio in frode alla legge nelle ipotesi in cui gli strumenti negoziali impiegati non violino direttamente la norma, ma si configurino come meccanismo elusivo comportando il raggiungimento del medesimo risultato economico sostanziale identificabile con la lesione dell'interesse protetto. Si tratterebbe, quindi, di un insieme di atti giuridici pienamente leciti se considerati singolarmente ma che, considerati globalmente, diventano illeciti se e in quanto siano volti esclusivamente ad aggirare la disposizione dell'art 2358 c.c. considerando che, per effetto della fusione, il costo dell'acquisizione viene traslato sul patrimonio della società *target*.

Elemento fondamentale per sostenere l'illiceità dell'operazione è la dimostrazione del collegamento funzionale tra i vari negozi facenti parte del LBO. È chiaro, infatti, che ciascun negozio facente parte dell'intera struttura negoziale ha una propria causa autonoma; ma è anche vero che esiste un nesso di interdipendenza che collega le varie cause al fine di realizzare un complessivo interesse unitario. Avrà rilevanza, a tal fine, anche la sequenza temporale dei vari negozi posti in essere perché, quanto più cronologicamente "vicini" saranno, tanto più evidente sarà l'intento fraudolento. La fusione, quindi, nel *merger leveraged buy out*, è vista come un procedimento che viola indirettamente, secondo lo schema della frode alla legge o del negozio indiretto, il precetto di cui all'art 2358 c.c. Per distinguere le operazioni di *leveraged buy out* illecite da quelle lecite, la tesi qui presa in considerazione, utilizza come "test", l'esistenza o meno di un ragionevole obiettivo di impresa - *business purpose* - della fusione. La mancanza di "valide ragioni imprenditoriali" sarebbe dunque il criterio

---

<sup>89</sup> Sulla ratio dell'art 2358 c.c. si rinvia al Capitolo II, 1 del presente elaborato.



per verificare se una data operazione si proponga obiettivi meritevoli di tutela o se si prefigga unicamente un risultato fraudolento. Visto che la fusione è un procedimento a cui il legislatore assegna una funzione tipica, cioè la concentrazione tra imprese, nelle ipotesi in cui essa non assolva a tale scopo può prospettarsi il dubbio circa il carattere fraudolento dell'operazione.

In estrema sintesi la sostanza deve prevalere sulla forma: atteso che il *merger leveraged buy out* conduce, mediante un insieme di negozi leciti, ad effetti sostanzialmente simili, da un punto di vista economico, a quelli vietati dall'art 2358 c.c., la fusione deve ritenersi nulla quando l'unico motivo della stessa sia stato l'aggiramento del divieto codicistico.

La dottrina in esame analizza i presupposti perché si possa parlare di negozio in frode alla legge: la deviazione soggettiva, cioè la realizzazione di comportamenti vietati attraverso soggetti che non ricadono nel divieto normativo<sup>90</sup>; e, da un punto di vista oggettivo, la carenza assoluta dello scopo di affari da individuarsi nella "radicale deviazione dell'atto dai presupposti fisiologici di esso insiti nella disciplina positiva"<sup>91</sup>. Il procedimento di fusione, "lungi dal configurarsi come un insieme di atti negoziali "casualmente" neutri, ha, infatti, uno specifico fondamento sostanziale assegnatoli dal legislatore " consistente nella concentrazione di organismi produttivi". Quindi, quando la fusione è realizzata in assenza di tale fondamento sostanziale – cioè quando la fusione sia "unicamente, e

---

<sup>90</sup> P. MONTALENTI, in *Leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 110, afferma " il legislatore ha espressamente riconosciuto lo strumento dell'imputazione formale a soggetti diversi dall'interdetto come strumento elusivo del divieto".

<sup>91</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, cit., p. 111.

non prevalentemente, mirata (...) alla violazione del divieto di assistenza finanziaria”- dovrà essere considerata come strumento negoziale elusivo.

Tale tesi ha subito nel tempo una evoluzione e ha individuato come criterio discretivo della liceità del *leveraged buy out*, non solamente il fatto che la fusione risponda ad un “business purpose”, ma anche la ragionevolezza dell’uso della leva finanziaria<sup>92</sup>.

### 3. LA POSIZIONE DELLA GIURISPRUDENZA

Al fine di poter elaborare altre considerazioni in merito alla liceità nell’ordinamento italiano del *leveraged buy out*, occorre svolgere anche una analisi sistematica dei precedenti giurisprudenziali che si sono occupati dell’argomento.

Il tutto, con due precisazioni: in primo luogo si sottolinea come nessuna delle pronunce giurisprudenziali rintracciate si sia occupata *ex professo* della materia e, in secondo luogo, la giurisprudenza ha utilizzato il termine *leveraged buy out* in modo estremamente generico o per rappresentare soltanto alcune delle fattispecie nelle quali il LBO può concretamente realizzarsi. Si aggiunga, inoltre, che molte delle pronunce sul tema corrispondevano ad ipotesi che chiaramente violavano in modo diretto e/o indiretto il divieto di cui all’art 2358 c.c.

---

<sup>92</sup> Così P. MONTALENTI. in *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, Giurisprudenza italiana, 1999, p. 2107. “la ragionevolezza dell’uso della leva finanziaria, verificata sulla base dell’assetto del finanziamento dell’acquisizione, costituisce una garanzia obiettiva che il debito non sia pagato con il patrimonio della società acquisita, perché fornisce una base concreta alle prospettive di creazione di *cash flow* futuro ed è quindi dato reale, e non meramente progettuale, di garanzia preventiva della conservazione dell’impresa sociale che è (...) il fine ultimo dell’art 2358 c.c.”. In senso contrario L. PICONE, in *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, secondo il quale “la dottrina in esame non può essere seguita perché non fornisce i criteri per individuare quale sia la “ragionevolezza” nell’uso della leva finanziaria”.

Tutto ciò ha indotto parte della dottrina a ritenere che dalla prassi giurisprudenziale non si possa trarre alcun argomento a favore o contro la liceità delle acquisizioni perfezionate secondo la struttura del *merger leveraged buy out*.

Ma procediamo per ordine.

## CASO FARMITALIA

La prima decisione che si è occupata di un'operazione di *merger LBO* è del 1992<sup>93</sup>. Di fronte ad una complessa operazione nell'ambito del gruppo Montedison, nella quale venne costituita una *newco* (Erbamont Industriale s.r.l.) al fine di procedere all'acquisto di una partecipazione maggioritaria nella società Farmitalia Carlo Erba s.p.a. (già posseduta da altre società del medesimo gruppo Montedison), ed alla successiva fusione di quest'ultima nella prima, il Tribunale civile di Milano ha sostenuto la piena legittimità delle operazioni di *merger leveraged buy out*. In particolare, nel caso di specie, i giudici affermarono che non vi era stata alcuna violazione, diretta o indiretta, dell'art 2358 c.c. senza però approfondire i termini della questione relativa alla liceità del *leveraged buy out*. Si affermò, infatti, che “né prima né dopo la fusione vi è stata da parte della Farmitalia s.p.a. acquisto di azioni proprie e quindi violazione dell'art 2357 c.c.” e che, “la società Farmitalia (incorporata) non ha accordato alcun prestito alla srl Erbamont Industrie (acquirente) o fornito alcuna garanzia alla Erbamont Italia BV (alienante), per l'acquisto, da parte della prima, di azioni di Farmitalia di proprietà della seconda”. Infine, con un'affermazione molto superficiale, venne negata una violazione indiretta dell'art 2358 c.c. “non

---

<sup>93</sup> Tribunale di Milano, 14 maggio 1992, in Foro italiano, 1992, I, 2829; in Corriere giuridico, 1992, p. 1133, con nota di **R. PARDOLESI**, *Leveraged buy out: non è fuorilegge*; Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 993 con nota di **I. CHIEFFI**, *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*.

potendosi configurare la fusione come negozio in frode alla legge” in quanto, nel caso concreto, essa era preordinata all’esigenza di far circolare la liquidità all’interno del gruppo societario aggiungendo che, l’esclusione dell’intento elusivo dell’operazione, non preclude, comunque, una tutela ai soci dissenzienti o ai creditori della società bersaglio, garantiti dalle norme in tema di fusione.

La medesima questione è stata oggetto anche di procedimento penale<sup>94</sup>. La sentenza dei giudici del Tribunale penale di Milano condannò gli amministratori della società incorporante e della incorporata per violazione dell’art 2357 c.c., comma V, ovvero del divieto di acquisto di azioni proprie per interposta persona con conseguente applicabilità della sanzione di cui all’allora vigente testo dell’art 2630, comma 1, n.2 c.c. L’azione venne avviata su denuncia dai soci di minoranza della Farmitalia s.p.a. che lamentavano un pregiudizio economico come conseguenza della fusione essendo divenuti azionisti di una società maggiormente indebitata. In tale frangente, il Tribunale ha individuato il nucleo economico della complessa operazione sopra descritta affermando che “ con la fusione si sono forniti a Farmitalia s.r.l. (*newco*), attingendoli da Farmitalia s.p.a. (società *target*), i mezzi finanziari necessari a pagare il residuo debito (...) per l’acquisto delle azioni dell’incorporante medesima”. Quindi i giudici milanesi, dopo aver qualificato la fattispecie come un MLBO, hanno ravvisato nell’operazione descritta un acquisto di azioni proprie realizzato da Farmitalia s.p.a. per mezzo di interposta persona Erbamont Industriale s.r.l in violazione dell’art 2357 c.c. Proprio il fatto di aver giudicato illecita l’operazione per violazione dell’art 2357 c.c.

---

<sup>94</sup> Tribunale di Milano, 30 giugno 1992, in Foro italiano, 1993, II, c. 168, con nota di E. SCODITTI, *Il caso Farmitalia fra “leveraged buy out ed acquisto di azioni proprie per interposta persona*.

ha condotto il Tribunale a disinteressarsi dell'inquadramento della fattispecie in termini di legittimità o meno del MLBO di fronte al disposto dell'art 2358 c.c. La fusione, infatti, nel caso in oggetto, non è stata considerata requisito necessario per la sanzionabilità della condotta degli amministratori ma ha assunto rilievo solamente come uno degli elementi probatori a sostegno della sussistenza di un accordo fra società emittente e società acquirente volto ad eludere la disciplina dell'acquisto di azioni proprie<sup>95</sup>. Conseguentemente, da tale impostazione, l'irrilevanza della questione della legittimità del LBO, "in quanto gli effetti e le conseguenze dell'operazione non sarebbero mai collegati alla nozione di LBO in sé considerata ma ai singoli istituti coinvolti nell'attuazione pratica della medesima, con possibile interferenza con diversi divieti". Da tale sentenza, quindi, non può individuarsi alcun argomento riguardo la liceità o meno dell'operazione di LBO anche in considerazione del fatto che, come sottolineato da una dottrina, "si tratta di una pronuncia sulla responsabilità penale degli amministratori più che sulla illiceità civile dell'operazione di fusione"<sup>96</sup>. Non mancano però autori che sono giunti a considerazioni diverse: secondo parte della dottrina, il silenzio dei giudici dovrebbe portare ad una lettura favorevole del MLBO atteso che lo stesso tribunale ha espressamente affermato che "le singole modalità concrete di attuazione (del *leveraged buy out*) ben potrebbero essere lecite"<sup>97</sup>. Secondo i fautori della tesi secondo cui la fusione potrebbe configurare un negozio in frode alla legge, invece, la pronuncia del Tribunale di Milano ha accolto "il presupposto concettuale essenziale su cui si fonda la tesi della sua illiceità

---

<sup>95</sup> N. A. BRUNO, *Leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, Banca, borsa e titoli di credito, 2002, I, vol.55, p. 817.

<sup>96</sup> N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, Banca, borsa e titoli di credito, 2002, I, vol. 55, p. 818.

<sup>97</sup> L. PICONE, *Liceità del "merger leveraged buy out"?*, Società, n. 6, 2000, p. 715.

<sup>98</sup> perché la fusione rappresenterebbe il negozio che integra la violazione del divieto di assistenza finanziaria di cui all'art 2358 c.c.

## CASO MARZOLI

Una fattispecie “classica” di *merger leveraged buy out* è stata oggetto di un importante provvedimento di archiviazione emesso il 1 giugno 1993 dal g.i.p presso il Tribunale di Brescia in relazione alla s.p.a. Fratelli Marzoli<sup>99</sup>. Il caso oggetto del provvedimento citato era il seguente. Il capitale della società Fratelli Marzoli s.p.a. era detenuto da tre gruppi di azionisti: a) Marzoli – Bianchi per il 51%; b) Aldo e Pierfranco Marzoli per il 16.5%; c) eredi Marzoli per il 32.50%. Nel 1989 viene costituita la Marfin s.r.l. il cui capitale è detenuto per il 32.50 % da Aldo e Pierfranco Marzoli e il restante 67.50% della Finpez s.p.a. Nello stesso periodo la Finpez s.p.a. costituisce una nuova società – Unimarfin s.r.l. – il cui capitale sociale viene quasi interamente trasferito alla società Marfin s.r.l. Nel maggio del 1990 la Unimarfin s.r.l. procede, in piccola parte con mezzi propri e per la maggior parte con un finanziamento ottenuto da un pool di banche, all'acquisto del 99.97% del capitale sociale della Fratelli Marzoli s.p.a. successivamente l'assemblea straordinaria della Unimarfin s.r.l. delibera la fusione per incorporazione della Fratelli Marzoli s.p.a.; ed analoga delibera di fusione viene assunta dall'assemblea straordinaria della Fratelli Marzoli s.p.a. A seguito della fusione la “nuova” Fratelli Marzoli procede alla cessione di importanti cespiti della società (già facenti parte del patrimonio della “vecchia” Marzoli) per far fronte al rimborso del debito assunto dalla Unimarfin s.r.l per procedere all'acquisizione.

---

<sup>98</sup> P. MONTALENTI, *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, Giurisprudenza italiana, 1996, I, 2, p. 199.

<sup>99</sup> Il provvedimento è interamente riportato in A. CRESPI, *Disposizioni penali in materia di società e consorzi*, Rivista delle società, 1996, p. 550 - 554.

Il G.i.p di Brescia, dopo una verifica della *ratio* dell'art 2358 c.c. afferma che “ nessuna violazione formale degli art 2357 e 2358 c.c. è dato da riscontrare nell'operazione Marzoli”. Il giudice giunge a tale conclusione scomponendo le varie fasi negoziali che costituiscono l'operazione, evidenziando come “ le prime due fasi del MLBO in oggetto (costituzione della *newco* ed erogazione dei finanziamenti necessari per il compimento dell'acquisizione) vedono come unici protagonisti la società acquirente e i terzi finanziatori; la terza fase (acquisto delle azioni) vede come parti in causa l'acquirente e i soci dell'acquisita; la quarta fase del procedimento, poi (la fusione), non può integrare violazione dell'art 2358 c.c. Non può dirsi che con la delibera di fusione l'acquisita abbia compiuto un'operazione che possa essere qualificata come acquisto di azioni proprie poiché tale società si estingue per effetto della fusione e le azioni costituenti il capitale sociale della stessa vengono annullate. D'altra parte, poi, non sembra che si possa neppure sostenere che, con l'approvazione della delibera di fusione, l'acquisita conceda un prestito o rilasci specifiche garanzie nel senso sopra individuato per l'acquisto delle azioni. Il fatto poi che l'acquirente dia proprie azioni in pegno al finanziatore e che questo si convinca della solvibilità del finanziamento a seguito anche della valutazione del patrimonio e della redditività della società che si andrà ad acquisire con il finanziamento, appare circostanza comunemente diffusa in qualsiasi attività di finanziamento – ove il finanziatore ha interesse a conoscere l'impiego dei soldi dati – ma irrilevante ex art 2357, 2358 c.c.: ciò anche nel caso in cui la società acquirente dovesse promettere al finanziatore la fusione con la società acquisita e, quindi, porre ipoteca a suo favore di alcuni immobili della società acquisita. Diverso, invece, è il caso in cui l'acquisita proprio al fine di agevolare la cessione delle proprie

azioni alla società acquirente dovesse prendere accordi con il terzo finanziatore volti a prestare garanzia sul finanziamento ottenuto dalla società acquirente per l'acquisto delle azioni della acquisita: situazione che, per quanto in atti, non si è verificata nel caso in esame ove l'Unimarfin è ricorsa al credito presso terzi per il tramite anche della controllante Marfin senza alcun fattivo interessamento in punto della Marzoli". Dopo aver escluso una violazione diretta degli articoli in esame, il giudice affronta anche la tesi della frode alla legge affermando che, nel caso in cui vi sia "un corretto interesse aziendale e un ragionevole obiettivo strategico economico" non può integrarsi un procedimento in frode. Tali affermazioni non possono però essere condivise perché – seguendo le argomentazioni della dottrina che sostiene l'illiceità del *merger leveraged buy out*<sup>100</sup> – il giudice avrebbe dovuto ricercare una "logica imprenditoriale" non già nelle ragioni che giustificano l'acquisizione in sé ma nell'atto di fusione<sup>101</sup>.

#### CASO MANIFATTURA DI CUORGNE'

Il caso affrontato, in sede di opposizione allo stato passivo del fallimento della Manifattura di Cuorgnè, dal Tribunale di Ivrea nel 1995<sup>102</sup>, costituisce un importante precedente in tema di violazione del divieto di assistenza finanziaria attuata mediante un'operazione di *leveraged buy out* senza fusione.

---

<sup>100</sup> Così P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991.

<sup>101</sup> L. PICONE, in *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 60, afferma che " Per vero, ricercare una ragione imprenditoriale nell'acquisizione sembra esercizio piuttosto sterile e inutile. È difficile infatti immaginare una acquisizione che non abbia alcuna ragione imprenditoriale!".

<sup>102</sup> Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995, in *Giurisprudenza italiana*, 1996, I, 2, 196.



Nel caso di specie la società *Newco Teseo* s.r.l. aveva acquistato da altra società il pacchetto di controllo della Manifattura di Cuorgnè pagando una prima *tranche* del prezzo mediante finanziamento ottenuto da Monte de Paschi. Successivamente all'acquisto, la società *target* ottenne dalla banca un finanziamento che, attraverso successivi trasferimenti, giunse alla *newco Teseo* che impiegò il denaro per rimborsare il prestito da lei stessa direttamente ottenuto. Il tribunale ha ravvisato nell'operazione una sorta di *leveraged buy out* considerato illecito per violazione dell'art 2358 c.c. perché il finanziamento erogato a favore della società *target* si reputava "sorretto da causa illecita e determinato da motivo illecito<sup>103</sup> comune alle parti contraenti" dato che esso aveva come unico scopo quello di far assumere il costo dell'acquisto delle azioni sulla stessa società emittente. È importante evidenziare che non furono d'ostacolo a detta pronuncia, né la circostanza che il prestito sia avvenuto per interposta persona né che questo fosse stato erogato successivamente all'acquisto delle azioni da parte di *newco* visto che il divieto di cui all'art 2358 c.c. "è posto in via generale ed onnicomprensiva per l'acquisto delle azioni ed è pertanto riferibile tanto ai prestiti erogati in funzione di un acquisto successivo, quanto a quelli in funzione di un acquisto precedente, essendo comunque entrambi strumentali rispetto all'acquisto stesso". Premesso questo, parte della dottrina,<sup>104</sup> ha affermato che da tale sentenza non possano trarsi spunti a sostegno della tesi dell'illiceità del *merger leveraged buy out*: la decisione in esame infatti sottolinea la portata dell'art 2358 c.c.

---

<sup>103</sup> P. MONTALENTI, in *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, Giurisprudenza italiana, 1996, I, 2, p. 196, afferma che "a ben vedere la nullità è fondata, nel caso di specie, sull'illiceità del motivo, perché (...) è stata fornita la prova della consapevolezza da parte di MPS della destinazione del finanziamento".

<sup>104</sup> L. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 55.

applicandolo anche nel caso di assistenza finanziaria prestata tramite interposta persona e, per questo, i principi affermati dal Tribunale di Ivrea – con riferimento ad una operazione di LBO senza fusione – non possono essere estesi anche all'ipotesi di *merger leveraged buy out* in quanto non dimostrano che la fusione sia un negozio vietato dall'art 2358 c.c. Inoltre, il riferimento alla "illiceità" non è di per se riferito al concetto di *leveraged buy out* ma all'operazione realizzata mediante erogazione del finanziamento da parte della società *target*: "il riferimento al *leveraged buy out* è del tutto incidentale e non dà luogo ad alcuna presa di posizione del giudice in ordine alla liceità dell'operazione di *leveraged buy out* in sé considerata"<sup>105</sup>. Diversamente si pone altra parte della dottrina che evidenzia come il provvedimento in esame sancisca una "caratterizzazione teleologica del divieto di assistenza finanziaria, che ne legittima una lettura ermeneutica di tipo funzionalista"<sup>106</sup> suscettibile di essere estesa ed applicata anche all'operazione di *merger leveraged buy out*.

## CASO TRENNO

Un importante caso di *merger leveraged buy out* posto all'attenzione della giurisprudenza riguardava una fusione inversa<sup>107</sup>, della società acquirente nella società bersaglio, a seguito di una acquisizione effettuata con

---

<sup>105</sup> P. SCHLESINGER, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della Cassazione penale*, Corriere giuridico, 2000, p. 749.

<sup>106</sup> P. MONTALENTI, *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, Giurisprudenza italiana, 1996, I, 2, p. 200.

<sup>107</sup> La vicenda può essere così riassunta: la Snai Servizi s.r.l. costituì la San Siro s.p.a. (newco) allo scopo di acquisire il 67,97% del capitale sociale della Trenno s.p.a., controllata dalla Ferruzzi Finanziaria s.p.a. L'acquisizione viene effettuata nel gennaio 1996 con ricorso preponderante agli istituti di credito. Concluso l'acquisto, la San Siro s.p.a. lancia un'OPA sulla quota residua del capitale della Trenno s.p.a. Nel giugno 1997 viene approvato il progetto di fusione per incorporazione della San Siro s.p.a. nella Trenno s.p.a.

finanziamenti esterni <sup>108</sup>. La sentenza in esame appare meritevole perché per la prima volta ha trattato diffusamente dell'istituto del LBO in relazione ad un'operazione di fusione <sup>109</sup>. Il punto saliente della sentenza *de qua* era costituito dall'affermazione della liceità dell'operazione di MLBO a condizione che detta operazione fosse assistita da una valida *business reason*. Ma andiamo con ordine. Dopo aver individuato la natura economica dell'operazione di *leveraged buy out* <sup>110</sup>, il Tribunale di Milano ha riconosciuto che "l'operazione in sé non presenta profili di illegittimità" ed anzi, può essere utilizzata per finalità meritevoli di tutela. Ciò chiarito i giudici si sono chiesti se l'operazione in questione potesse violare indirettamente il divieto imposto dall'art 2358 c.c. atteso che "il risultato della fusione è stato (...) quello di far gravare il debito contratto per l'acquisizione sulla società risultante dalla fusione". Quindi, in applicazione del principio generale dell'invalidità dei negozi in frode alla legge, il Tribunale ha affermato che la fusione, nell'ambito di un *leveraged buy out*, è nulla per frode alla legge qualora lo strumento (lecito) della fusione venga utilizzato all'unico fine (illecito) di eludere il divieto di assistenza finanziaria <sup>111</sup>. Da ciò si evince che, per qualificare un'operazione di *leveraged buy out* come un negozio in frode alla legge, è

---

<sup>108</sup> Tribunale di Milano, 13 Maggio 1999 (Caso Trenno), in *Società* 2000, p. 75, con nota di **M. S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*; in *Giurisprudenza italiana*, 1999, p. 2105 con nota di **P. MONTALENTI**, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*.

<sup>109</sup> **P. MONTALENTI**, in *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, *Giurisprudenza italiana*, 1999, p. 2106, parla di "svolta significativa" nel panorama giurisprudenziale in tema di *leveraged buy out*.

<sup>110</sup> Il Tribunale ha affermato che, con il *leveraged buy out* " in sostanza, l'acquirente ottiene il finanziamento da chi confida nella bontà dell'investimento prospettato, sfruttando l'effetto di leva finanziaria offerto dalla società da acquisire".

<sup>111</sup> Così **P. MONTALENTI**, in *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, *Giurisprudenza italiana*, 1999, p. 2107 afferma che " la "traslazione" del debito può essere, in singole e diverse fattispecie, un mero effetto collaterale del procedimento di fusione, ove questa sia sorretta (...) da reali ragioni economico- finanziarie".

necessario un approccio “caso per caso” per verificare se sussistano, in concreto, ragioni imprenditoriali che giustifichino l’operazione di fusione. Nel caso in esame, dopo aver accertato la ragionevolezza dell’operazione di fusione e la giustificazione da un punto di vista imprenditoriale della stessa, il Tribunale di Milano ha ritenuto valida l’operazione di fusione <sup>112</sup>, sottolineando che “ un giudizio sull’opportunità della stessa non può essere demandato al giudice, dovendo essere riservata la sfera della discrezionalità di impresa”.

Detta sentenza, seppur meritevole per le ragioni di cui sopra, ha suscitato perplessità in una parte della dottrina. Si è infatti sottolineato che, aderendo alla tesi espressa dai giudici milanesi, si rischia di attribuire un potere eccessivamente ampio al giudice che, dovendo valutare la sussistenza o meno delle “valide ragioni economiche” che sorreggono la fusione, sostituirebbe il proprio giudizio all’operato degli amministratori <sup>113</sup>. In questo caso, il rischio diventa quello di sovrapporre un giudizio meramente economico - finanziario *ex post* sui risultati della fusione, per decifrare la liceità dell’operazione di *leveraged buy out* <sup>114</sup>. Inoltre, si è

---

<sup>112</sup> Nel caso in esame, il Tribunale non ha considerato illecita l’operazione perché, da un lato, essa ha comportato un rilancio della società *target* e, dall’altro, non sono stati evidenziati motivi di assoluta irragionevolezza dell’operazione industriale.

<sup>113</sup> **M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy out”*, Società, n. 1, 2000, p. 83 afferma che “ così facendo, i giudici, finiranno(...) per sovrapporre il loro giudizio, formulato a posteriori, a quello che soci e organi della società avrebbero dovuto formare *ex ante*”.

<sup>114</sup> In questo senso, **L. PICONE**, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 70. Anche **P. MONTALENTI**, in *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, Giurisprudenza italiana, 1999, p. 2106 “ E’ dubbio, pertanto che la liceità dell’operazione possa fondarsi soltanto sulla esistenza di un progetto industriale, che rischia di tradursi in un mero “ onere di motivazione”, per di più insindacabile se non assolutamente irragionevole e non debba, piuttosto ancorarsi a più precisi indici patrimoniali e finanziari, diretti a garantire che l’uso della leva finanziaria non è lo strumento principale dell’acquisizione, che quindi, in altre parole, lo scopo primario dell’operazione non è quello di trasferire il debito dell’acquisizione sul patrimonio della società *target*”.

affermato che, “ se l’operazione produce indirettamente lo stesso effetto materiale che l’art 2358 c.c. mira a vietare, la finalità più o meno economicamente razionale perseguita dell’acquirente non dovrebbe avere alcun peso (...) quindi, o il *leveraged buy out* comporta la stessa situazione di fatto materialmente ricompresa nel divieto di assistenza finanziaria (...) ed allora il *leveraged buy out* è sempre illecito e le finalità economiche per le quali la fusione viene posta in essere sono del tutto irrilevanti; ovvero il *leveraged buy out* non rientra nella fattispecie materiale dell’assistenza finanziaria ed allora il giudice non può limitarsi a constatare che in concreto l’operazione ha prodotto anche i suoi effetti tipici ma deve procedere ad un riscontro puntuale delle circostanze atipiche allegare da chi ritiene di essere stato danneggiato”<sup>115</sup>. In realtà, il Tribunale di Milano sembra collegarsi alla tesi “intermedia”<sup>116</sup> proposta dalla dottrina, secondo cui, un negozio in sé lecito, diverso da quello vietato ma che produce effetti equivalenti a quelli del negozio vietato, è in frode – e quindi nullo – quando non sussista alcuna ragione per porre in essere detto negozio. Così ragionando, l’assenza di alcuna ragione economica della fusione può essere considerato un “indizio” di utilizzo del negozio come mezzo per aggirare il divieto di assistenza finanziaria. Tali considerazioni hanno portato i fautori della tesi formalistica a contraddire quanto espresso da autorevole autore<sup>117</sup> che, sulla scorta della decisione del Tribunale milanese ha affermato che, la fusione, per non cadere nella nullità, deve “essere sorretta (...) da reali ragioni economico - finanziarie

---

<sup>115</sup> Così **M.S. SPOLIDORO**, *ivi*. Dello stesso parere **L. PICONE**, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 65.

<sup>116</sup> **U. MORELLO**, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, “leveraged buy outs” e “management buy outs”*, 1990, Milano, GIUFFRÈ’.

<sup>117</sup> **P. MONTALENTI**, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, Giurisprudenza italiana, 1999, p. 2107.

di concentrazione imprenditoriale e, soprattutto, deve essere inserita in un quadro di patrimonializzazione della società acquirente idoneo ad escludere che l'obiettivo primario dell'operazione consista nell'utilizzazione del patrimonio della società acquisita per ripianare il debito contratto per l'acquisizione" arrivando ad affermare, in modo arbitrario rispetto a quanto sostenuto dai giudici *de quo*, che il *leveraged buy out* si reputa lecito quando vi sia "ragionevolezza dell'uso della leva finanziaria". L'onere finanziario che consegue alla fusione, infatti, non può essere considerato come "un elemento discretivo dell'illiceità del *leveraged buy out*" <sup>118</sup> così facendo, inoltre, "si tenderà a sostituire una (...) indagine sulla frode con una apparentemente più obiettiva verifica della sostanza economica dell'affare" <sup>119</sup>.

#### CASO D'ANDRIA

Isolata è apparsa essere la sentenza della Cassazione penale<sup>120</sup> che, in un'ipotesi di bancarotta fraudolenta <sup>121</sup>, ha affermato l'illiceità del *leveraged buy out*. In tale occasione la Suprema Corte ha affermato che "tale istituto (quello del *leveraged buy out*) non è importabile in Italia, ostando il

---

<sup>118</sup> Così L. PICONE, *Liceità del "merger leveraged buy out"?*, Società, n. 6, 2000.

<sup>119</sup> M. S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, Società, n. 1, 2000, p. 83.

<sup>120</sup> Cassazione penale, sez V, 4 Febbraio 2000 n. 5503 ( Caso D'Andria), in Società, 2000, p.711, con nota di L. PICONE, *Liceità del "merger leveraged buy out"?*; in Corriere giuridico, 2000, p. 747, con nota di commento di P. SCHLESINGER, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della cassazione penale*.

<sup>121</sup> Il caso riguardava l'acquisizione del controllo di due società di capitali da parte dell'indagato R.D, che svolgeva funzioni di amministratore presso le aziende acquisite. Nell'ambito del fallimento di sei società per azioni e di una a responsabilità limitata R.D, amministratore di diritto in due di esse – GIFÍ e CEI INSTEAM - e di fatto nelle altre, è stato accusato del reato di bancarotta fraudolenta patrimoniale e documentale. R.D aveva infatti acquisito il pacchetto di maggioranza della CEI Holding s.p.a. mediante una società di sua proprietà ( Gruppo D'Andria), "pagando" l'aumento di capitale deliberato attraverso il conferimento di due società immobiliari e di crediti che GIFÍ vantava presso le stesse; l'acquisizione dell'altra società era invece avvenuta mediante pagamento a mezzo cambiali avvallate dalla stessa società acquisita.

principio fissato nell'art 2358 c.c." ed ancora che "il meccanismo finanziario utilizzato mediante il *leveraged buy out* è perciò illecito in Italia". In realtà, analizzando compiutamente la sentenza in esame è possibile innanzitutto affermare che le affermazioni di principio in essa contenute in relazione all'illiceità del *leveraged buy out* sono incidentali<sup>122</sup> in quanto la decisione aveva come oggetto la sussistenza del reato di bancarotta fraudolenta. In secondo luogo, la fattispecie concreta era certamente in diretta violazione dell'art 2358 c.c. quindi "non vi era alcuna necessità di affrontare il tema del LBO" e, pertanto, analizzando la fattispecie oggetto del giudizio, non può trarsi alcun principio generale in ordine alla liceità del LBO<sup>123</sup>.

---

<sup>122</sup> P. SCHLESINGER, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della Cassazione penale*, Corriere giuridico, 2000, p. 747, aggiunge anche che "la Cassazione avrebbe potuto semplicemente rilevare senza toccare la questione del LBO, qui certamente estranea".

<sup>123</sup> L. PICONE, *Profili giurisprudenziali e problemi operativi del leveraged buy out*. Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 77.

## CAPITOLO III

# LA RIFORMA DEL DIRITTO SOCIETARIO E LA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO

### 1. DALLA LEGGE DELEGA ALL'ART 2501 *bis*

Lo stato di incertezza in ordine alla liceità delle operazioni di *merger leveraged buy out*, accompagnato dalla loro frequenza nella prassi, ha indotto il legislatore ad intervenire nella materia con l'introduzione, nell'ambito della riforma del diritto societario, di una disposizione specifica avente ad oggetto la "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento". Con la nuova formulazione dell'art 2501 *bis* è stata data attuazione all'art 7, lett d), della L. n. 366/2001<sup>124</sup> che, nell'ambito dell'articolo dedicato alle operazioni di "Trasformazione, fusione e scissione", prevede che la riforma della disciplina della fusione sia ispirata al principio per cui "le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli artt. 2357 e 2357 *quater* del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art 2358 del codice civile".

---

<sup>124</sup> Va ricordato che il d.lgs. n. 6 del 2003 si inserisce nell'ambito di un generale processo di regolamentazione legislativa avente ad oggetto l'assistenza finanziaria, processo il cui inizio può essere fatto risalire al d.lgs. n. 61/ 2002 che ha depenalizzato il divieto di assistenza finanziaria di cui all'art 2358 c.c. Sul punto si veda P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, p. 791; N. ABRIANI, *Riforma societaria e nuovo diritto penale commerciale*, La riforma delle società. Profili della nuova disciplina, a cura di AMBROSINI, Torino, 2003, p. 226 e ss.



La “tipizzazione” del *merger leveraged buy out* è frutto di una precisa scelta di politica legislativa che muove dal riconoscimento degli effetti positivi che queste operazioni possono avere sulla liquidità del mercato del controllo societario e quindi sulla più efficiente allocazione delle risorse produttive e sulla massimizzazione della ricchezza collettiva<sup>125</sup>.

All’analisi dell’articolo in commento deve, pertanto, precludere un breve accenno al contenuto della legge delega che ha superato i tradizionali limiti della disciplina generale delle fusioni, offrendo “nuovi spunti e rinnovate prospettive di tutela degli interessi dei soci di minoranza e dei creditori”<sup>126</sup>.

La relazione non contiene alcuna indicazione esplicativa della norma in esame quindi per analizzare la portata della legge delega, occorre in primo luogo individuare la fattispecie come risultante dal testo normativo. Anzitutto si deve sottolineare come il legislatore abbia preferito non adottare la terminologia anglosassone utilizzata nella prassi<sup>127</sup> e che la definizione non copre tutte le operazioni che rientrano nell’ampia accezione di *leveraged buy out* ma ne tipizza la fattispecie principale: il *merger leveraged buy out*<sup>128</sup>. L’elemento cardine dell’operazione è la fusione

---

<sup>125</sup> Così S. CACCHI-PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 40; A. MORANO, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, Società, n. 7, 2003, p. 952.

<sup>126</sup> S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 31.

<sup>127</sup> La terminologia “*leveraged buy out*” è stata espressamente utilizzata solo nella Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, n. 6. Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, in Rivista delle società, 2003, p. 112.

<sup>128</sup> P. MONTALENTI, *Commento sub art 2501 bis*, Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO E MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2311, ha rilevato che il legislatore della riforma ha preferito procedere ad una legittimazione controllata

che collocava, secondo la tesi contraria alle operazioni in questione<sup>129</sup>, l'operazione in una "zona grigia" al confine tra validità e invalidità e proprio per questo, parte della dottrina ha affermato che il legislatore delegante non ha disciplinato in maniera sistematica le operazioni di LBO ma ha voluto soltanto dirimere i dubbi interpretativi sorti nel passato, chiarendo che la fusione, nell'ambito di un LBO non integra assistenza finanziaria<sup>130</sup>.

Da ciò consegue che la norma in esame non ha alcuna portata innovativa ma ha un carattere meramente interpretativo. La novella deve quindi qualificarsi come vera e propria norma di interpretazione autentica. Al riguardo è sintomatico il fatto che la legge delega non abbia modificato il disposto dell'art 2358 c.c. né si sia espressa nel senso che la fattispecie in esame rappresenti una deroga allo stesso (soluzioni che il legislatore nazionale non avrebbe potuto adottare stante la fonte comunitaria di questo). È anche chiaro che il legislatore non ha sottoposto ad alcuna condizione la portata del precetto contenuto nel citato art 7 lett d), L. n. 366/2001: la fusione non integra mai assistenza finanziaria.

La norma è stata però oggetto di critiche da parte dei primi commentatori. Partendo dal presupposto secondo cui il MLBO sia in violazione del divieto di assistenza finanziaria, si è sostenuto che tale disposizione violerebbe il disposto della seconda Direttiva CEE<sup>131</sup>. La nuova direttiva

---

dell'operazione di *merger leveraged buy out*, piuttosto che "sdoganare" *tout court* il fenomeno.

<sup>129</sup> Si veda cap. II del presente elaborato.

<sup>130</sup> In questo senso, S. CACCHI-PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 33; P. SCHLESINGER, *Il merger leveraged buy out e la riforma societaria*, Corriere giuridico, 2003, p. 706.

<sup>131</sup> La direttiva 77/91/CEE è intesa a coordinare, per renderle equivalenti, le garanzie che sono richieste, negli Stati membri, alle società di cui all'art 58, secondo comma, del

comunitaria solleva il problema di verificare se l'art 7 della legge delega e l'art 2501 *bis* rientrino nell'ambito di applicazione dell'art 23 della Direttiva 77/91/CE<sup>132</sup> quale ipotesi nella quale è consentita l'assistenza finanziaria. Se si ritenesse che la normativa interna in materia di *merger leveraged buy out* rientri nell'ambito di applicazione dell'art 23 della Direttiva 77/91/CE, occorrerebbe verificare se essa sia legittima oppure, per esserlo, richieda un ulteriore intervento del legislatore nazionale per adeguarla alle prescrizioni dell'art 1, par.6 della Direttiva 2006/68/CE. In effetti non pochi dei primi commentatori, anche se con alcune rilevanti differenze di argomentazione, si sono mossi seguendo questo percorso;

---

trattato, per tutelare gli interessi dei soci e dei terzi per quanto riguarda la costituzione delle s.p.a., nonché la salvaguardia e le modificazioni del capitale sociale della stessa. Nel senso di una violazione della direttiva, **A.A. DOLMETTA**, *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da spa a srl*, Corriere giuridico, 2002, p. 240, afferma che la " legge delega non può legittimamente esprimersi – *sic et simpliciter* – nei termini di un diretto esonero del *merger* (...) dal divieto medesimo. Se questa è la portata da riconoscere quale propria alla lett d) dell'art 7, la stessa viola la prescrizione comunitaria"; **G.B. PORTALE**, *Dal capitale "assicurato" alle "tracking stocks"*, in Rivista delle società, 2002, p. 150.

<sup>132</sup> Come modificato dall'art 1, par. 6 della Direttiva 2006/68/CE. Più precisamente, il par. 6 dell'art. 1 della Direttiva prevede che uno Stato membro possa permettere ad una società di "anticipare fondi, accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto delle proprie azioni da parte di un terzo" a condizione che: a) le operazioni avvengano a condizioni di mercato eque, specialmente per quanto riguarda gli interessi pagati e le garanzie prestate alla società per i prestiti e gli anticipi di fondi, e comunque previa debita valutazione del merito di credito dei soggetti che beneficiano dell'assistenza finanziaria della società; b) l'operazione sia sottoposta all'approvazione dell'assemblea, che delibera con le maggioranze indicate all'art. 40 della Direttiva 77/91/CEE; c) gli amministratori sottopongano all'assemblea una relazione scritta, che illustri le ragioni dell'operazione, l'interesse che l'operazione presenta per la società, le condizioni dell'operazione, i rischi che essa comporta per la liquidità e la solvibilità della società, il prezzo al quale il terzo acquisterà le azioni; d) l'importo complessivo dell'"assistenza finanziaria" non comporti mai una riduzione dell'attivo netto della società al di sotto dell'importo di cui all'art. 15, paragrafo 1, lettere a) e b), tenuto conto anche dell'eventuale riduzione dell'attivo netto derivante dall'acquisto, da parte della società o per conto di essa, di azioni proprie; e) la società iscriva nel passivo del bilancio una "riserva indisponibile pari all'importo complessivo dell'assistenza finanziaria. Sulla direttiva 2006/68/CE si veda, **A. VICARI**, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, p. 25 e **M. L. VITALI**, *La nuova seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela "standardizzata" dei creditori sociali*, Rivista delle società, 2006, p. 1171.

percorso che “presuppone pur sempre l’adesione alla tesi dell’esistenza di una più o meno assoluta difformità tra le legge italiana e la seconda direttiva europea”<sup>133</sup>. La proposta più radicale intende interpretare l’art 2501 *bis* a prescindere dall’art 7 della legge di delega - perché incompatibile con il dettato della normativa - giungendo ad affermare che “grazie alla aperta formulazione prescelta dal legislatore delegato, permangono anche in Italia intatte tutte le ragioni di una distinzione fra LBO illeciti perché in frode e LBO leciti perché sorretti da altra prevalente e legittima finalità”<sup>134</sup>. Per confutare tali ricostruzioni dottrinali si è sottolineato come l’art 23 della Direttiva 77/91/CE, descrive il fenomeno dell’assistenza finanziaria in modo differente a quello del *merger leveraged buy out*, non solo sul piano giuridico e materiale, ma anche su quello contabile: è vero che la fusione tra le due società e la conseguente traslazione del debito contratto per l’acquisizione hanno un significato in parte analogo a quello dell’assistenza finanziaria e sollevano analoghe esigenze di tutela degli interessi dei soci e dei creditori ma, nell’ottica del legislatore comunitario, gli interessi dei soci e dei creditori nelle operazioni in questione, trovano già autonoma e sufficiente tutela nella disciplina della fusione. Ed è proprio in quest’ottica che si è mosso il legislatore nazionale, introducendo, all’interno della disciplina del procedimento di fusione, alcune speciali disposizioni volte a superare i limiti della disciplina generale e a tutelare, sotto il profilo informativo e sostanziale, gli interessi dei soci e dei creditori della società bersaglio

---

<sup>133</sup> **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 229 - 276.

<sup>134</sup> **M. PERRINO**, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista delle società, 2003, p. 536; più in là di Perrino va **F. MARABINI**, in *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy out legalizzato?*, Giurisprudenza italiana, 2006, p. 2002 e ss, sostiene che la fusione con indebitamento sarebbe disciplinata ma non resa lecita dall’art 2501 *bis* perché permarrebbe il contrasto con l’art 2358 c.c.

nell'ambito di operazioni di *merger leveraged buy out*<sup>135</sup>. Altra dottrina si è invece riferita alle tesi giurisprudenziali *pre* riforma sottolineando come, "ove non si modificchino anche le disposizioni contenute negli art 2357 ss, ben difficilmente la nuova disciplina potrà prescindere dal requisito delle valide ragioni economiche quale fondamento legittimante l'operazione di fusione"<sup>136</sup>. Infatti, posto che l'art 2501 *bis* permetta una deroga al disposto dell'art 2358 c.c., quest'ultima è ammissibile solamente qualora " il piano economico finanziario sia equilibrato ed al tempo stesso esistano delle ragioni concrete che giustificano l'operazione"<sup>137</sup>. La prevalente dottrina<sup>138</sup> non sembra aver condiviso le opinioni sopra esposte. A prescindere dal fatto che la legge avrebbe superato ogni dubbio circa le legittimità di qualunque *merger leveraged buy out*, la maggioranza degli esperti afferma che l'operazione in questione non dia luogo di per sé ad una fattispecie tipica di violazione del divieto di assistenza finanziaria all'acquisto di azioni proprie, ma può – alcune volte – dar luogo ad una frode alla

---

<sup>135</sup> S. CACCHI-PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 51, conclude affermando che " l'art 1, par. 6, della direttiva 2006/68/CE, nel momento in cui sancisce che il *merger leveraged buy out* non costituisce "assistenza finanziaria", (...) conferma la piena legittimità della disciplina interna del *merger leveraged buy out* ed in particolare dell'interpretazione autentica che il legislatore italiano ha dato all'art 2358 con l'art 7 della legge delega (...). L'art 2501 *bis* regola una fattispecie che non rientra nell'ambito di applicazione dell'art 23 della direttiva e che quindi il legislatore nazionale può legittimamente disciplinare senza dover necessariamente richiamare le condizioni e le prescrizioni previste dal legislatore comunitario".

<sup>136</sup> N. A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, Banca, borsa e titoli di credito, 2002, I, vol. 55, p. 807.

<sup>137</sup> P. SERRAO D'AQUINO, *Commento all'art 2501 bis*, in *La riforma delle società*, vol. 3, a cura di SANDULLI e SANTORO, Torino, 2003, p. 4.

<sup>138</sup> L. FABBRINI e P. CARRIÈRE, *Le buone ragioni del leveraged buy out*, in *Il Sole-24 Ore*, 10 Ottobre 2003, p. 28; A. MORANO, in *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art. 2501-bis*, *Le società*, 2003, p. 952 e ss., specie p. 958: nel caso considerato, è lecita "e pienamente ammissibile, salvo il caso in cui si provi che la fattispecie è posta in essere allo scopo di eludere il divieto di cui all'art. 2358 c.c."; L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1397 e ss.

legge<sup>139</sup>. Seguendo tale prospettiva l'art 2501 *bis* risponde ad una diversa *ratio* cioè contrastare le eventuali distorsioni del MLBO con lo strumento preventivo della "procedimentalizzazione speciale". L'art 2501 *bis* quindi non si esaurisce semplicemente in una deroga al divieto di assistenza finanziaria ma assume una portata più vasta dettata dalla volontà del legislatore di prevenire una variegata molteplicità di possibili abusi non necessariamente riconducibili alle fattispecie direttamente o indirettamente contemplate nell'art 2358 c.c.<sup>140</sup>. Per questo si tende a preferire l'opinione di coloro che hanno affermato che il legislatore, con l'art 7, lett d), L. n. 366/2001, non ha dettato una norma di delega ma una norma interpretativa: "il legislatore ha inteso eliminare ogni dubbio in ordine a perplessità reiteratamente affacciate da taluni interpreti, secondo cui potrebbe ritenersi illegittima la fusione tra una società *target* ed una *newco*, qualora quest'ultima abbia contratto (pur senza assistenza da parte della società *target*) un cospicuo indebitamento per assicurarsi il controllo della *target* medesima, con la necessità, di conseguenza, di promuovere una fusione tra la controllante e la controllata onde meglio fronteggiare il debito assunto. Si è perciò affacciata l'ipotesi che tale comportamento potesse essere considerato un vero e proprio programma fraudolento, preordinato a scaricare sul patrimonio della *target* il peso dell'indebitamento contratto dalla *newco* per assicurarsi il controllo della prima, dando luogo ad un negozio illecito per "frode alla legge" (art. 1344

---

<sup>139</sup> Sulla circostanza che il *leveraged buy out* possa dar luogo all'elusione di norme imperative diverse dal divieto di "assistenza finanziaria", rinvio a **M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e leveraged buyout*, Le società, 2000, p. 86.

<sup>140</sup> In questo senso, **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose( merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 229 - 276; **F. GUERRERA**, *Trasformazione, fusione e scissione*, in N. Abriani e altri, *Diritto delle società di capitali*, Milano, 2003, p. 326, secondo cui l'art 2501 *bis* mira ad introdurre uno strumento preventivo sul piano dell'informazione preassembleare al fine di agevolare l'esercizio del diritto di voto e del diritto di impugnazione da parte dei soci e del diritto di opposizione da parte dei creditori.

c.c.). Per la verità simili prospettazioni da tempo sono state recisamente respinte dalla dottrina prevalente e dalla giurisprudenza unanime (...). [Infatti si deve escludere] che una eventuale fusione fra società acquirente e società "bersaglio" possa ricondursi direttamente al divieto dell'art. 2358 c.c. (...) e che l'operazione di incorporazione della *target* possa comunque valutarsi come indirizzata al perseguimento indiretto di finalità elusive del divieto di assistenza finanziaria. Orbene il legislatore - escluso qualsiasi intento innovativo o modificativo rispetto al contenuto dell'art. 2358 c.c. - ha voluto sbarrare drasticamente la via al rischio di arbitrarie estensioni del divieto imposto da quest'ultima norma, onde evitare che possano crearsi incertezze circa la sorte di operazioni di assoluta regolarità ed importanza, il cui modello è diffuso e praticato in tutto il mondo: la disposizione di cui ci stiamo occupando, dunque, costituisce una norma di interpretazione autentica, preoccupata di escludere estensioni di un divieto così delicato<sup>141</sup>.

La legge delega, data la sua natura di norma imperativa, pone un principio in termini assoluti. Nel d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, con il quale la riforma è stata attuata, invece, sono state aggiunte alcune condizioni cui la fusione in oggetto deve sottostare<sup>142</sup>. Tali condizioni sono state inserite per evitare un indiscriminato utilizzo dello strumento in questione<sup>143</sup> e

---

<sup>141</sup> P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, in *Corriere giuridico*, 2003, p. 706; in tal senso si veda anche M. BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, *Diritto e pratica delle società*, 2003, p. 44.

<sup>142</sup> Relazione al decreto legislativo 17 gennaio 2003, in *Rivista delle società*, 2003, p. 112, si legge "per quel che concerne le operazioni di *leveraged buy out* (...) si sono indicate le condizioni cui dette fusioni devono sottostare". Si rinvia al cap. III, 3, del seguente elaborato.

<sup>143</sup> In questo senso V. SALAFIA, in *Il "leveraged buy out" nella riforma societaria*, *Società*, n. 8, 2004, p. 935, afferma che le "la traslazione della norma di delega nel decreto legislativo di attuazione senza alcuna specificazione che la condizionasse, avrebbe comportato la

non, invece, per indicare le condizioni cui le fusioni, nell'ambito di un'operazione di *merger leveraged buy out*, debbano sottostare per non integrare violazione dell'art 2358 c.c. Seguendo questa seconda impostazione il legislatore delegato avrebbe legittimato solamente le ipotesi di *merger leveraged buy out* che presentano le caratteristiche contenute nell'art 2501 *bis* ma, se così fosse, si dovrebbe intendere la fattispecie di cui all'art 2501 *bis* come una deroga al divieto di assistenza finanziaria<sup>144</sup>. Ma ciò si scontra con la *ratio* sottesa alla disposizione in esame che, come già ripetuto, non è quella di sottrarre la fusione per incorporazione a seguito di indebitamento dalla disciplina dell'art 2358 c.c. ma solamente quella di predisporre alcuni obblighi informativi ed alcune cautele volte a proteggere l'equilibrio economico e finanziario della società risultante dalla fusione. Dalla lettura della nuova norma infatti traspare con tutta evidenza che il legislatore della riforma si è preoccupato di evitare per quanto possibile che il *leveraged buy out* venga posto in essere senza valide ragioni imprenditoriali e soprattutto gravando di eccessivi debiti la società *target*, sulla base di un intento meramente speculativo. In tal caso infatti l'operazione si presenta come pericolosa per l'intero sistema economico poiché anziché creare valore per gli azionisti e per i creditori, rischia di condurre al dissesto di una società florida, mediante la traslazione del rischio economico dell'operazione dal *raider* alla *target*<sup>145</sup>. La traslazione del debito, lungi dal rappresentare una illecita

---

convalidazione giuridica anche delle ipotesi di impiego distorto del *leveraged buy out*, in contrasto con l'intenzione del delegante".

<sup>144</sup> P. SERRAO D'AQUINO, *Commento sub art 2501 bis*, in La riforma delle società, a cura di SANDULLI e SANTORO, Torino, 2003, p. 424; M. PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista delle società, 2003, p. 534.

<sup>145</sup> In tal senso si veda ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, Bologna, 2003, p. 349; D.U. SANTOSUOSSO, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003, p. 262 e ss.; L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1406 e



assistenza finanziaria, costituisce una rischiosa operazione finanziaria. Nondimeno nel sistema riformato le condizioni di liceità dell'operazione non si basano più su una discutibile interpretazione dell'art. 2358 c.c., ma su solide basi di diritto positivo, supportate da specifiche ragioni di politica legislativa. Ma tali considerazioni sono frutto di una autonoma valutazione del riformatore e nulla hanno a che fare con l'applicazione del divieto di cui all'art. 2358 c.c. Il legislatore delegato ha ritenuto opportuno "proceduralizzare" la fusione realizzata nell'ambito di un *leveraged buy out*, sia con disposizioni di natura formale, al fine di dare piena informazione ai soci e ai creditori, sia con disposizioni di natura sostanziale, richiedendo agli amministratori una più attenta analisi della sostenibilità del debito contratto per l'acquisto del controllo.

Il nuovo art 2501 *bis* si colloca, quindi, "a valle il problema relativo alla liceità dell'operazione di *merger leveraged buy out*"<sup>146</sup>.

## 2 . ART 2501 *bis* : LA FATTISPECIE

*"Nel caso di fusione tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, quando per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti, si applica la disciplina del presente articolo.*

---

ss., secondo cui la nuova norma è posta, a fronte di un'operazione "anomala" (e, quindi, pericolosa, dal punto di vista finanziario), (...) nell'interesse della corretta gestione della società (e, per l'effetto, nell'interesse dei soci e dei creditori); **M. S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 267; **S. CACCHI PESSANI e L. PICONE**, *Le operazioni di leveraged recapitalization nella nuova disciplina dell'art. 2501-bis*, Le società, 2005, p. 33.

<sup>146</sup> **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1405.

*Il progetto di fusione di cui all'articolo 2501 ter deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.*

*La relazione di cui all'articolo 2501 quinquies deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.*

*La relazione degli esperti di cui all'articolo 2501 sexies, attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma.*

*Al progetto deve essere allegata una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.*

*Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505 bis"*

La fattispecie di cui all'art 2501 bis concerne, come detto, le fusioni tra società una delle quali abbia contratto debiti per l'acquisto del controllo dell'altra, a nulla rilevando che si tratti di fusione diretta o inversa. Prima di prendere in rassegna le condizioni poste dal legislatore, finalizzate ad impedire un uso distorto di tale operazione, occorre osservare che la disposizione citata assolve in primo luogo ad una funzione di definizione ed individuazione degli elementi costitutivi della fattispecie. Il primo comma del citato articolo, infatti, delimita l'ambito di applicazione della speciale normativa in esame.

Ai fini dell'applicabilità della norma è infatti richiesta la presenza cumulativa<sup>147</sup>, e non alternativa, dei seguenti elementi :

- Indebitamento della società controllante
- Acquisto del controllo
- Fusione tra società acquirente e società bersaglio
- Funzione di garanzia generica (o fonte di rimborso) assolta dal patrimonio della società acquisita<sup>148</sup>

Ricorrendo siffatti presupposti la fusione dovrà avvenire soltanto nelle forme e secondo le procedure di cui ai commi successivi della disposizione in esame. In assenza di uno degli elementi costitutivi l'eventuale operazione di LBO sarà soggetta ad analisi di liceità alla luce degli art 2357 e 2358 c.c., qualora vi sia assistenza finanziaria prestata dalla società *target*.

## 2.1. INDEBITAMENTO

Il primo elemento richiesto in senso cronologico è che una società abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra. Non basta pertanto che una delle società coinvolte nella fusione abbia contratto un debito, ma occorre anche che l'assunzione di tale debito sia finalizzata ad acquisire il controllo dell'altra società. Per debito deve intendersi qualsiasi somma di denaro di ammontare determinato che la società acquirente abbia ricevuto

---

<sup>147</sup> Come dimostrato dalla lettera della legge che utilizza l'avverbio "quando" per legare logicamente la prima e la seconda parte del comma 1.

<sup>148</sup> **L. ARDIZZONE**, *Sub art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, "È preferibile interpretare questo ultimo elemento in relazione alla quantificazione dell'indebitamento, piuttosto che attribuirgli un autonomo significato nell'ambito della fattispecie"; dello stesso parere **S. CACCHI-PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di Giurisprudenza commerciale, 2007, p. 60, che afferma come la legge si limita solamente a descrivere la tipica conseguenza della confusione fra patrimoni societari nell'ambito della fusione.

da terzi, con obbligo di restituzione ad una data prestabilita. Non rileva né la tipologia di contratto in base al quale vi è stata l'erogazione finanziaria, né la circostanza che il finanziamento non provenga da soggetti professionali<sup>149</sup>. Ciò che rileva, in sostanza, è che la somma di denaro rientri nella voce "debiti" e quindi sia iscritta nel passivo dello stato patrimoniale<sup>150</sup>. Nel novero dei debiti rilevanti dovrà inoltre, secondo quanto affermato da parte della dottrina<sup>151</sup>, farsi rientrare anche l'eventuale debito del soggetto acquirente verso il venditore, derivante dalla dilazione di pagamento del corrispettivo nell'ambito dell'acquisizione della partecipazione oggetto di LBO. Una trattazione particolare meritano le ipotesi in cui il finanziamento sia erogato "fuori capitale" dai soci a favore della società e, in modo particolare, il fenomeno del *leveraged buy out* con "struttura delle due *newco*"<sup>152</sup>. La fattispecie non rientra direttamente nello schema disegnato dall'art. 2501 *bis* c.c., poiché l'incorporante non ha contratto alcun debito prima della fusione finalizzato all'acquisizione del controllo dell'incorporata. Tuttavia è stato osservato in dottrina<sup>153</sup> che, nel caso di non applicazione della disciplina di

---

<sup>149</sup> A tale fine non rilevano le caratteristiche del finanziamento e dunque non rileva se si tratti di mutuo oneroso o gratuito, a breve medio o lungo termine, la natura bancaria o meno del mutuante, la tipologia del contratto di finanziamento (mutuo, apertura di credito o altro) ecc. **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003 p. 1408; **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, *Rivista delle società*, 2004, p. 232; **L. ARDIZZONE**, *Commento all'art. 2501-bis*, in *Aa.Vv.*, *Commentario della riforma della società*, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 482.

<sup>150</sup> **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1409.

<sup>151</sup> Così **L. PICONE**, *ivi*; in senso contrario, **A. MORANO**, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, *Le Società*, n. 7, 2003, p. 959.

<sup>152</sup> L'ipotesi è bene descritta da **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1410.

<sup>153</sup> **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1411; **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, *Rivista delle società*, 2004, p. 239, secondo il quale in tal caso "l'intento di aggirare a norma

cui all'art 2501 *bis* al caso in questione, se si dimostrasse che le operazioni siano state architettate per attuare un disegno unitario, potrebbe aprirsi la strada per affermare l'illiceità della stessa per frode alla legge visto che l'insieme dei singoli negozi integra i medesimi risultati proibiti dalla norma imperativa. La frode alla legge potrebbe ricorrere, però, solo se risultasse provato che con gli artifici procedurali di cui sopra si sia attuata un'operazione contraria alla ratio dell'art. 2501 *bis* c.c.<sup>154</sup>. Altra parte della dottrina, invece, afferma che in tali ipotesi non si verifica la traslazione del rischio economico dell'operazione dal *raider* alla *target* che costituisce l'essenza dell'istituto e la ragione delle cautele legali che lo assistono<sup>155</sup>; anche quando la società risultante dalla fusione si indebiti per poter procedere alla distribuzione del sovrapprezzo, la fattispecie presenta rilevanti elementi di diversità da quella disciplinata dall'art. 2501 *bis* c.c. Ed invero l'assunzione del debito non è, come nella fattispecie tipica del *leveraged buy out*, contratta al di fuori dei processi decisionali della società *target* ed alla stessa imposta surrettiziamente, tramite la fusione con altra società che ha divisato l'operazione. Alla luce di ciò, non si può nemmeno ritenere di poter applicare l'art 2501 *bis* alla "struttura delle due *newco*" sulla base della semplice applicazione analogica di tale norma <sup>156</sup> perché quest'ultima potrebbe operare solo in presenza della *eadem ratio legis*, che,

---

imperativa si manifesta *in re ipsa*, senza che occorranò altre indagini di tipo psicologico o d'altro genere".

<sup>154</sup> In quest'ottica L. **ARDIZZONE**, *Commento all'art. 2501-bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 492.

<sup>155</sup> Al riguardo P. **MONTALENTI**, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, p. 795.

<sup>156</sup> S. **CACCHI PESSANI** e L. **PICONE**, *Le operazioni di leveraged recapitalization nella nuova disciplina dell'art. 2501-bis*, Le Società, 2005, p. 30 e ss.

alla stregua delle esposte considerazioni, non pare potersi ritenere sussistente<sup>157</sup>.

Un secondo profilo riguarda il nesso di causalità tra indebitamento ed acquisizione di controllo. Dalla disposizione in esame risulta che debba esistere un collegamento funzionale tra indebitamento e acquisizione<sup>158</sup>. Non è chiaro, però, se la norma sia applicabile solo in presenza di un “mutuo di scopo”, cioè di un contratto di finanziamento con “vincolo di destinazione” e se il motivo dell’utilizzo delle somme erogate a mutuo debba essere conosciuto dal soggetto finanziatore. Non sembra necessario, a tal proposito, né che il debitore abbia assunto uno specifico impegno nei confronti del finanziatore, né che il soggetto che eroga il finanziamento sia al corrente dell’utilizzo che ne farà il debitore<sup>159</sup>: ciò che rileva è solo che il debitore proceda all’acquisto utilizzando le somme che ha l’obbligo di restituire. Appare inoltre evidente che la finalizzazione del prestito non deve essere necessariamente formale, ma può essere desunta anche in base a presunzioni semplici (art. 2729 c.c.). Il che significa che il collegamento sussiste ogni qualvolta è riconoscibile un collegamento “di fatto” fra

---

<sup>157</sup> Secondo **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 276 e **L. ARDIZZONE**, *Commento all’art. 2501-bis, cit.*, p. 494, l’art. 2501 bis c. c. sarebbe estensibile analogicamente anche alle scissioni che presentino aspetti analoghi alla fusione in esame, come avviene nel caso di scissione parziale della società *target* a favore della società acquirente.

<sup>158</sup> Vista la locuzione “debiti per acquisire il controllo”. A tal proposito **M.S. SPOLIDORO**, in *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, parla di relazione di “mezzo a scopo”.

<sup>159</sup> **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario, cit.*, p. 1412; **P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, p. 814; **ID.**, *Commento all’art. 2501-bis*, Commentario diretto da **COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO E MONTALENTI, ZANICHELLI**, 2004, I, p. 2319 e ss.; **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, *cit.*, p. 233; **V. SALAFIA**, *Il “leveraged buy out” nella riforma societaria*, *Le Società*, n. 8, 2004, p. 936; **L. ARDIZZONE**, *Commento all’art. 2501-bis, cit.*, p. 485.

debito e acquisto del controllo, indipendentemente dal negozio giuridico sottostante.

La durata del finanziamento, per concorde posizione della dottrina, è invece un elemento neutro rispetto alla norma in esame. Piuttosto, è essenziale che i debiti sussistano, almeno in parte, al momento della fusione affinché possano essere soddisfatti con il patrimonio della società *target*. Al contrario, invece, il silenzio dell'art 2501 *bis*, non elide i dubbi circa la rilevanza del lasso temporale che intercorre tra indebitamento, acquisizione e l'operazione di fusione. Secondo parte della dottrina non ha alcun rilievo quanto tempo sia passato fra l'assunzione del finanziamento, l'acquisto del controllo e la fusione<sup>160</sup>. Nel caso in cui venga costituita una società *ad hoc* per procedere all'acquisizione, è infatti chiaro che il debito non ha altro scopo se non quello di procedere ad un acquisto di controllo della società bersaglio quindi il trascorso temporale tra i tre elementi è ininfluenza. Più complesso potrebbe essere invece l'accertamento della finalizzazione dell'assunzione del debito ove la società che si indebita fosse una società operativa, circostanza questa che non può certo ritenersi esclusa dalla norma in esame<sup>161</sup>, poiché in tal caso ben potrebbe l'indebitamento essere finalizzato non già all'acquisizione, ma alle normali necessità dell'impresa sociale<sup>162</sup>. In questo caso, quindi, potrà assumere rilevanza, unitamente ad altri elementi, anche il breve tempo trascorso tra

---

<sup>160</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1413; M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004.

<sup>161</sup> P. MONTALENTI, *Commento all'art. 2501-bis*, Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO E MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2319.

<sup>162</sup> M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 234, critica la limitazione della rilevanza legale al solo indebitamento contratto allo scopo di procedere all'acquisizione e non anche all'eccessivo indebitamento pregresso della società acquirente, qualunque ne sia stata la finalizzazione e suggerisce di risolvere le relative problematiche attraverso il ricorso alla frode alla legge.

l'indebitamento e l'acquisizione del controllo dell'altra società <sup>163</sup> e la mancanza di mezzi propri sufficienti ad effettuare detta acquisizione.

Quanto, poi, all'aspetto quantitativo dell'indebitamento, cioè al rapporto tra entità dello stesso e consistenza patrimoniale della società che lo richieda, occorre chiarire se l'art 2501 *bis* trovi applicazione anche ai casi in cui il patrimonio della società acquirente sia in grado, da solo, e quindi senza il supporto della società acquisita, di ripagare il finanziamento ricevuto. A favore della tesi estensiva <sup>164</sup>concorre il dato letterale della norma che non indica il livello di indebitamento necessario per l'applicazione della disciplina ma, come sottolineato da molti autori, è preferibile ricorrere ad una tesi restrittiva perché solo in questo modo i singoli momenti dell'operazione avrebbero un legame giuridico - economico tale da giustificare l'unicità della fattispecie sottesa all'articolo in esame. Infatti, visto che la fusione comporta, per definizione, l'assunzione reciproca, a carico dei patrimoni delle società partecipanti, dei debiti preesistenti, l'unico modo per attribuire un significato utile all'art 2501 *bis* sarebbe quello di sottolineare che la norma richieda che il debito contratto dalla società ecceda l'attivo patrimoniale della stessa, al netto delle azioni da questa detenute in *target* <sup>165</sup>. Si può quindi concludere affermando che trovi applicazione l'art 2501 *bis* solamente nel caso in cui il patrimonio e la redditività della società acquisita siano la *conditio sine qua*

---

<sup>163</sup> Peralto, come sottolineato da L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1413, il breve lasso temporale costituisce un elemento indiziario e non costitutivo della fattispecie, essendo astrattamente possibile che il finanziamento sia finalizzato all'acquisto del controllo di *target* anche se stipulato molto tempo prima di tale acquisto. Cfr. anche L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis, cit.*, p. 486.

<sup>164</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1415; M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)* Rivista delle società, 2004, p. 234.

<sup>165</sup> L. PICONE, *ivi*.



*non* del ripianamento del debito contratto per l'acquisizione<sup>166</sup>. Tuttavia, per contrastare tale assunto si è sottolineato che la norma, nel parlare di "garanzia generica o fonte di rimborso" dell'indebitamento, si sia limitata solamente a riportare la caratterizzazione pratica della fattispecie.

## 2.2. ACQUISTO DEL CONTROLLO

L'assunzione del debito, come si è detto, deve essere finalizzata all'acquisizione del controllo di altra società ed implica naturalmente che detta acquisizione abbia luogo. L'assenza di specifici riferimenti in merito conduce alla generale disciplina contenuta nell'art 2359 c.c. mentre non sembrano rilevare le specifiche disposizioni contenute nelle leggi speciali, anche se non sono mancate in dottrina voci che ritenevano che la nozione di controllo di cui al 1° comma dell'art 2501 *bis*, vada interpretata "in modo svincolato dalle definizioni del codice civile o delle leggi speciali"<sup>167</sup> per evitare (o scoraggiare) aggiramenti ed elusioni dei precetti dell'articolo in questione, senza ricorrere alla discussa figura della frode alla legge<sup>168</sup>.

Riguardo la disposizione civilistica di cui sopra, non pone particolari problemi il c.d. controllo di diritto di cui all'art. 2359 n. 1 c.c., che ricorre ove una società disponga della maggioranza dei voti esercitabili nell'assemblea ordinaria di un'altra società, non altrettanto può dirsi per le altre forme di controllo previste dalla legge.

L'art. 2359 n. 2 c.c. infatti annovera nella nozione di controllo anche l'ipotesi in cui una società disponga di voti sufficienti per esercitare

---

<sup>166</sup>L. ARDIZZONE, *Sub art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006.

<sup>167</sup> Così M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 232.

<sup>168</sup> M.S. SPOLIDORO, *ivi*.

un'influenza dominante nell'assemblea ordinaria dell'altra (c.d. controllo di fatto)<sup>169</sup>.

La fattispecie non trova invece applicazione nell'ipotesi di cui al comma 1°, n.3 (c.d. controllo contrattuale) perché in tal caso il controllo viene acquisito tramite la stipulazione di contratti, e non già tramite l'acquisto di azioni o quote: manca quindi un requisito della fattispecie<sup>170</sup>.

Occorre poi verificare se la disciplina in esame trovi applicazione anche nel caso di incremento di controllo, ovvero nell'ipotesi in cui una società già controllante si indebiti per aumentare la percentuale di possesso della controllata<sup>171</sup>. Dal punto di vista letterale la norma parla solo di acquisto del controllo, il che fa presumere che questo non debba sussistere prima del ricorso all'indebitamento ma, vista la *ratio* della norma, è preferibile adottare una soluzione estensiva. Infatti, come è stato osservato<sup>172</sup>, l'art. 2501 *bis* c.c. non richiede, quale presupposto per la sua applicazione, che

---

<sup>169</sup> Nel senso che sia “applicabile la disposizione di cui all'art. 2359 c.c.” si dichiara **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n.3, 2003, p. 1416. Ritiene peraltro che occorra valutare “se la fattispecie in esame trovi applicazione in tutti i casi ivi disciplinati” e risponde che, “mentre la risposta è sicuramente affermativa nel caso del controllo di diritto, la questione sarebbe più complessa per il controllo di fatto che, sarebbe rilevante nel quadro dell'art. 2501-*bis* solo se accertabile solo in base ad un giudizio *ex ante*”.

<sup>170</sup> **L. PICONE**, *op. cit.*, p. 1417, che riferisce e condivide le opinioni di **L. ARDIZZONE**, *Sub art.2501-bis*, cit, p. 479. In effetti si può immaginare che siano contratti debiti anche per conseguire il controllo contrattuale di un'altra società: l'ipotesi è però talmente improbabile, che può essere tranquillamente scartata.

<sup>171</sup> Secondo **L. ARDIZZONE**, *ivi*, è neutra rispetto alla conformazione della fattispecie l'ipotesi in cui la società acquirente sia già socia ( non di controllo) della società acquisita. Difatti, presupposto dell'applicazione della norma è il raggiungimento della soglia di controllo, non l'acquisto di una partecipazione tale da attribuire il controllo. Quindi deve ritenersi applicabile l'art 2501*bis* anche nei casi in cui l'indebitamento sia finalizzato ad acquistare una frazione di capitale che, sommata ad altra frazione già detenuta, concretizzi una situazione di controllo.

<sup>172</sup> **P. CARRIÈRE**, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, Rivista delle società, 2003, p. 1048; **S. CACCHI PESSANI e L. PICONE**, *Le operazioni di leveraged recapitalization nella nuova disciplina dell'art. 2501-bis*, Le Società, 2005, p. 29; **L. ARDIZZONE**, *Commento all'art. 2501-bis*, cit., p. 480.

l'operazione dia luogo, come risultato finale, al mutamento del controllo della società *target*, ma solo che una società abbia contratto debiti per acquisire il controllo di un'altra società, cosa che avviene anche nel caso di specie. Piuttosto la nuova norma si preoccupa di predisporre adeguate garanzie per evitare che lo sfruttamento della leva finanziaria possa condurre al dissesto della società in pregiudizio dei soci di minoranza, dei creditori ed in definitiva dell'intero sistema economico. Inoltre, se così non fosse, non si capirebbe il motivo per cui si facciano rientrare nella fattispecie ex art 2501 *bis* le cessioni del controllo intragruppo<sup>173</sup> e non anche le ipotesi di incremento di controllo qui considerate.

### 2.3. LA FUSIONE

La norma richiede come terzo elemento il verificarsi della fusione tra società acquirente e società obiettivo. È opportuno precisare che la disciplina non distingue tra le possibili modalità di fusione quindi ,ricadono nell'art 2501 *bis* anche le ipotesi di fusione inversa. E, riferendosi genericamente ad essa, come definita dal 1° comma dell'art 2501 c.c., si concentra su un suo effetto patrimoniale che, a sua volta, conduce all'art 2504 *bis*, ovvero ad una norma riferita indistintamente a tutti i tipi di fusione.

---

<sup>173</sup> In questo caso, infatti, pur rimanendo inalterata la posizione debitoria complessiva del gruppo, eventuali soci di minoranza e creditori della società acquisita potrebbero essere danneggiati, a fronte dell'impossibilità di applicare le norma di tutela da direzione e coordinamento in vi alternativa rispetto alla disciplina in esame.

## 2.4. EFFETTI DELLA FUSIONE SUL PATRIMONIO DELLA SOCIETA' ACQUISITA

Effetto comune di ogni fusione è la confusione dei patrimoni delle società coinvolte. Infatti, ai sensi dell'art 2504 *bis*, commi 1 e 4, il patrimonio della società risultante da fusione è dato dalla somma delle attività e delle passività delle attività soggette all'operazione. Quindi, in via generale, il patrimonio di ogni società partecipante alla fusione costituisce sempre garanzia generica (art 2740 c.c.) o fonte di rimborso dell'indebitamento complessivo. Si pone quindi un'alternativa tra due letture della previsione di cui al 1° comma dell'art 2501 *bis* che afferma che "il patrimonio della società acquisita venga a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti". In primo luogo si può affermare che il dettato normativo esprima solamente una semplice conseguenza di ogni operazione di fusione, dequalificando quindi la sua incidenza sulla definizione della fattispecie <sup>174</sup>. Si può invece sottolineare come, affinché ricorrano i presupposti di applicazione dell'istituto in esame, occorre un *quid pluris* : il debito contratto deve eccedere l'attivo patrimoniale della società acquirente<sup>175</sup>. Solo in tal modo infatti la disposizione in esame può

---

<sup>174</sup> Così L. ARDIZZONE, *Sub art 2501 bis, cit.*, p. 12.

<sup>175</sup> Tale interpretazione consente indirettamente anche di risolvere il problema sollevato da L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario, cit.*, p. 1414 e ss. derivante dal fatto che il riformatore non ha espressamente posto limiti minimi al ricorso al finanziamento ai fini dell'applicazione delle cautele di cui all'art 2501-*bis* c.c. Nel senso dell'inesistenza di determinati limiti minimi all'indebitamento si veda anche M. S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out), cit.*, p. 235. Ma appare evidente che quanto più ridotto è l'ammontare del finanziamento tanto più facile è sostenere che la fonte di rimborso di detto finanziamento possa derivare da mezzi propri della *newco* piuttosto che da quelli della *target*, con la conseguente disapplicazione dell'art. 2501-*bis* c.c. . in quest'ottica, L. ARDIZZONE, *Sub art 2501 bis* , in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 482 e ss. e p. 495.

assumere un concreto contenuto precettivo, poiché è proprio tale circostanza che pone il problema dei rischi patrimoniali che l'operazione determina per la società bersaglio. In altre parole occorre che per effetto della fusione il patrimonio della controllata venga a costituire la principale garanzia generica del rimborso del debito contratto dalla controllante per l'acquisizione del controllo. Per realizzare il requisito in esame non è necessario, quindi, che le potenzialità patrimoniali della *target* rappresentino una *conditio sine qua non* dell'erogazione dei finanziamenti: non deve trattarsi di un debito eccessivo<sup>176</sup> ma solamente di un debito eccedente l'attivo patrimoniale dell'acquirente/debitore. In alternativa<sup>177</sup>, se non si verifica tale ipotesi, è richiesto che il patrimonio della controllata venga a costituire "fonte di rimborso dei detti debiti". Con tale espressione si intende alludere ad una nozione dinamica del patrimonio e quindi ad un'entità suscettibile di produrre reddito<sup>178</sup>. Nella specie, pur se la consistenza patrimoniale della società acquisita non fosse di per sé sufficiente a garantire il rimborso dei debiti contratti per l'acquisto, può accadere che sia tuttavia possibile utilizzare il flusso di cassa della stessa per il rimborso.

### 3 .DISCIPLINA DELLA FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO

Dopo una illustrazione delle condizioni oggettive di applicabilità della norma, si procede ad illustrare la speciale disciplina prevista dell'art 2501 *bis* per la fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. Anzitutto

---

<sup>176</sup> Così, P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, Giurisprudenza italiana, 1999, p. 2107.

<sup>177</sup> Come risulta dall'uso, nel testo dell'articolo, della congiunzione "o" anziché "e".

<sup>178</sup> In tal senso v. L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario, cit.*, p. 1421.

occorre sottolineare che, nonostante il tenore letterale della disposizione in commento, la disciplina ivi contenuta non si pone in un rapporto di alternatività rispetto a quella di una qualsiasi fusione perché integra la disciplina prevista per le “fusioni semplici”. Le informazioni che, ai sensi della disposizione in esame, devono essere incluse nel progetto di fusione, nella relazione dell’organo amministrativo e nella relazione degli esperti, si aggiungono – integrandole – alle informazioni che devono essere normalmente contenute nei citati documenti nell’ambito di una qualsiasi fusione <sup>179</sup>.

Ciò detto, si deve ribadire che la norma in esame, agevola le potenziali iniziative di autodifesa delle vittime di abusi e frodi, ponendo, a carico dei soggetti partecipanti alle operazioni in questione, oneri informativi relativi ai profili economici e finanziari caratteristici delle operazioni di *leveraged* <sup>180</sup>. Si può quindi concludere affermando che con tale disposizione il legislatore ha colmato – o quantomeno ridotto – l’asimmetria informativa che esisteva tra “vecchi” e “nuovi” investitori della società bersaglio. Ma, con le disposizioni contenute nell’art 2501 *bis* da comma 2 a 5, la legge non pone solo oneri formali a carico degli amministratori partecipanti alla fusione, ma prescrive che si forniscano informazioni e motivazioni in vista

---

<sup>179</sup> Così L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 2003, p. 1422; P. SCHLESINGER, *La nuova disciplina delle fusioni di società di cui sia stato acquisito il controllo tramite indebitamento*, relazione al Convegno organizzato da Paradigma, 2002, p. 5.

<sup>180</sup> Come affermato da S. CACCHI-PESSANI, in *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 35, “ le informazioni relative all’operazione di *leveraged* restavano confinate nei rapporti interni tra il promotore ed i finanziatori, e ciò privava i soci di minoranza e i creditori della *target* della possibilità di attivare i rimedi a loro disposizione in modo consapevole ed efficiente”. Sul punto si veda M. PERRINO, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista della società, 2003, p. 536; L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit., p. 1407.

di una disciplina anche sostanziale dell'operazione<sup>181</sup>. Dunque questi commi vanno letti sia come oneri procedurali che come strumenti necessari per la tutela dei soggetti coinvolti. L'applicazione pratica di questi precetti quindi concorre a sottolinearne la *ratio* che, giova ripetere, non è quella di sottrarre eccezionalmente un'operazione che potrebbe rispondere ad un interesse meritevole di tutela ad un divieto che altrimenti ne impedirebbe la realizzazione. In questo senso è stato rilevato in dottrina<sup>182</sup> che occorre prendere in considerazione non la fusione in sé che è "ragionevole" per definizione<sup>183</sup>, ma l'operazione complessiva anche perché, nel testo dell'articolo non vi è traccia delle "ragioni industriali" che, secondo la dottrina precedente, erano il canone per valutare la liceità o meno delle operazioni di fusione con indebitamento. Si richiedono infatti, indicazioni sulle "risorse finanziarie"<sup>184</sup>, attestazioni sulla "ragionevolezza" delle notizie attinenti le previsioni di soddisfacimento delle obbligazioni per sottolineare come la finalità perseguita dalla legge sia quella di garantire un sufficiente livello di informazione sulla sostenibilità finanziaria del progetto in un ottica di salvaguardia degli interessi dei soggetti partecipanti alla fusione. Si tratta cioè di fornire indicazioni che consentano di valutare il piano complessivo di cui fanno parte l'indebitamento, l'acquisto del controllo, la fusione e il rimborso del

---

<sup>181</sup> In questo senso, **P. SERRAO D'AQUINO**, *Commento sub art 2501 bis*, in Aa.Vv La riforma delle società, Commentario a cura di SANDULLI e SANTORO, Torino, 2003, p. 427; **A. MORANO**, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Le Società, n. 7, 2003, p. 958.

<sup>182</sup> **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit, p. 1429; **P. CARRIÈRE**, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, Rivista delle società, 2003, p. 28; **M. BERNARDI** *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, Diritto e pratica delle società, 2003, p. 50.

<sup>183</sup> **M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*, Le Società, n. 1, 2000, p. 83.

<sup>184</sup> Sul significato di "risorse finanziarie" e di fonti delle "risorse finanziarie" si sofferma ampiamente **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit., p. 1422 - 1424 e p. 1430 - 1433.

debito<sup>185</sup>. In tal senso, l'eventuale violazione materiale dell'art. 2501 *bis*, intesa come assenza dei documenti richiesti, comporta un vizio del procedimento<sup>186</sup> sanzionabile attraverso l'impugnazione della delibera, seppur nei limiti fissati dall'art. 2504 *quater*.

E' peraltro evidente, e generalmente condiviso<sup>187</sup>, che la mera predisposizione dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis*, pur ove giudicati affidabili dall'esperto e dalla società di revisione, non vale certo a sancire la validità dell'operazione di MLBO qualunque sia il contenuto dei documenti stessi. Invero, come affermato dall'unico precedente giurisprudenziale edito in materia di fusione con indebitamento successivamente alla riforma, la legittimità dell'operazione consegue alla "verifica del rispetto degli interessi meritevoli di protezione che da tale operazione possono subire ingiusto pregiudizio"<sup>188</sup>. L'art 2501 *bis* impone una procedura "rafforzata" per la realizzazione della fusione, finalizzata a garantire una adeguata informazione relativamente alla sostenibilità dell'operazione sul piano finanziario<sup>189</sup>. Occorre dunque accertare in quali ipotesi la leva finanziaria utilizzata per finanziare l'operazione di MLBO sia tale da ledere gli interessi meritevoli di protezione, sì da comportare un

---

<sup>185</sup> Così L. FABBRINI e P. CARRIÈRE, *Le buone ragioni del leveraged buy out*, Il sole 24 ore, 10 ottobre 2003, p. 28; L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n.3, 2003, p. 1425 - 1434, che precisa "gli amministratori dovranno indicare gli obiettivi dell'intera operazione; tali non devono intendersi gli obiettivi propri dell'acquirente (cioè gli obiettivi che egli intende realizzare con l'acquisizione), bensì gli obiettivi di carattere imprenditoriale che, nonostante l'indebitamento derivante dalla fusione, la società potrà raggiungere".

<sup>186</sup> D. GALLETTI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, Giurisprudenza commerciale, 2008, I, p. 445.

<sup>187</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, I, p. 817; D. GALLETTI, *op. loc. cit.*

<sup>188</sup> Così Tribunale di Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, con massima pubblicata in *Giustizia a Milano*, 2008, 11, 74.

<sup>189</sup> E. ZANETTI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura "rafforzata" ex art 2501 bis c.c.*, Il fisco, 2010, 47, p. 7638.



vizio della delibera, ovvero il diritto dei creditori o degli obbligazionisti di opporsi alla fusione ex art. 2503 e 2503 *bis* e, a tal fine, pare opportuno prendere le mosse dall'esame dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis*.

La questione tocca soprattutto i commi da 2 a 5 dell'art 2501 *bis* in cui si stabilisce, rispettivamente che “il progetto di fusione di cui all'art 2501 *ter* deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione”; che “la relazione di cui all'art 2501 *quinquies* deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione delle risorse finanziarie e degli obiettivi che si intendono raggiungere”<sup>190</sup>; che “la relazione degli esperti di cui all'art 2501 *sexies* attesta la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione (...)”; e che, infine, “al progetto deve essere allegata una<sup>191</sup> relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente”.

Procediamo con ordine

### 3.1. IL PROGETTO DI FUSIONE E LE RISORSE FINANZIARIE

Il 2° comma dell'art 2501 *bis* dispone che il progetto di fusione debba “*indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*”. Di regola, il progetto di fusione deve contenere solo le informazioni previste dall'art 2501 *ter* c.c.<sup>192</sup>, che non

---

<sup>190</sup> Nessun riferimento ai metodi da utilizzare nella redazione del piano economico e finanziario, né ai dati da prendere in considerazione, né infine, alle conclusioni cui la relazione ed il progetto di fusione devono giungere. Suppliscono tuttavia – quantomeno in relazione ai primi due elementi – le indicazioni che possono essere desunte dalla scienza aziendalistica, cui il legislatore rinvia implicitamente.

<sup>191</sup> La parola “una” è stata aggiunta dal D.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37.

<sup>192</sup> Il progetto di fusione deve contenere: 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti a fusione; 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante; 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in denaro; 4) le modalità di assegnazione delle azioni o

richiede agli amministratori di dare informazioni su eventi successivi alla fusione e sui tempi e sulle modalità con cui l'indebitamento sarà ripagato. La disciplina in esame, invece, richiede un'attenta analisi da parte degli amministratori in ordine alla sostenibilità del debito e risponde all'esigenza di informare soci e creditori riguardo le modalità con cui la società fronteggerà l'esposizione debitoria<sup>193</sup>. In modo specifico, gli amministratori dovranno non solo prendere in considerazione le risorse necessarie per rimborsare il debito contratto per l'acquisizione ma la situazione debitoria complessiva della società risultante dalla fusione<sup>194</sup> proprio al fine di assicurare la *par condicio creditorum* ed anche in considerazione del fatto che ciò che rileva nella *mens legis* è il complessivo equilibrio finanziario della società risultante dalla fusione<sup>195</sup>. In tale ottica va anche colto l'esatto significato dell'espressione "risorse finanziarie", che devono essere oggetto di espressa indicazione del progetto di fusione.

---

quote della società che risulta dalla fusione; 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; 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni; 8) i vantaggi eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

<sup>193</sup> P. SCHLESINGER, *Il merger leveraged buy out e la riforma societaria*, Corriere giuridico, 2003, p. 706; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, Rivista delle società, 2010, 8, p. 964 afferma che " i dati contenuti nel progetto di fusione servono sia ai soci sia ai creditori delle società. Il progetto di fusione serve ai soci che dovranno deliberare in merito alla medesima(...). Oltre che per i soci il progetto di fusione costituisce strumento di informazione per i creditori della società, che possono presentare opposizione.

<sup>194</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit., p. 1423; M. BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, Diritto e pratica delle società, 2003, p. 49.

<sup>195</sup> Nello stesso senso v. L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit., p. 1422; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, p. 814; ID., *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2320; M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 238 e 266; L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario della riforma delle società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 498.

Dovrebbe risultare evidente che con tale espressione si intende alludere a qualsiasi risorsa che sia idonea a consentire il pagamento dei debiti della società risultante dalla fusione e che pertanto sia atta ad evitarne il dissesto. Dovrà trattarsi, in modo particolare di liquidità con fonte endosocietaria o di provenienza extrasocietaria purché rientrante nei “mezzi propri” della società. Vi rientreranno, quindi, elementi patrimoniali, come rami aziendali relativi a settori non strategici per la società suscettibili di vendita per generare cassa<sup>196</sup> o derivanti da apporto di nuovo capitale di rischio da parte dei soci<sup>197</sup>. Le risorse potranno provenire anche dai futuri flussi di cassa della società risultante dalla fusione<sup>198</sup>. Per concludere si può affermare che le risorse finanziarie non sono altro che le modalità attraverso le quali l'attività della società genera cassa.

Nella stesura del progetto, in ogni caso, gli amministratori dovranno indicare e descrivere le “risorse finanziarie” in maniera sufficientemente analitica da permettere agli esperti di cui all'art 2501 *sexies*, un giudizio ragionevole sull'operazione di fusione.

---

<sup>196</sup> F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico economico, XXIX, Padova, 2003, p. 532; P. MONTALENTI, *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2320.

<sup>197</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario, cit.*, p. 1424, nt. 89; C. SANTAGATA, *Le Fusioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, Torino, vol. 7, I, p. 275; L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis* in Commentario della riforma delle società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 499.

<sup>198</sup> F. GALGANO, *Il nuovo diritto societario, cit.*, p. 532; P. MONTALENTI, *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2320. Nel senso che per “risorse finanziarie” debba intendersi quelle atte a generare cassa e quindi liquidità L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario, cit.*, p. 1424.

### 3.2. LA RELAZIONE DEGLI AMMINISTRATORI

Il 3° comma dell'art 2501 *bis* dispone che la relazione dell'organo amministrativo deve "indicare le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere". Anche in questo caso, quindi, la legge dispone un'integrazione della relazione di cui sopra rispetto alle usuali indicazioni contenute nell'ambito di una qualsiasi operazione di fusione. L'art 2501 *quinquies*, 1 comma c.c., richiede che gli amministratori delle società coinvolte nella fusione giustificino "sotto il profilo giuridico ed economico" il progetto di fusione. Quindi, "se tutto ciò è già previsto per qualsiasi fusione, cosa devono indicare in più gli amministratori nell'ambito di un *leveraged buy out*?"<sup>199</sup>. La "giustificazione dell'operazione" richiesta dall'art 2501 *bis* sembra richiedere qualcosa di diverso rispetto a quanto affermato dall'art 2501 *quinquies*<sup>200</sup> e proprio tale considerazione ha fatto sorgere il dubbio se il legislatore avesse o meno accolto la tesi antecedente la riforma che subordinava la liceità dell'operazione alla presenza di "valide ragioni imprenditoriali". Si ricorda, in merito, che prima della riforma la necessità dell'indicazione delle ragioni della fusione nella relazione degli amministratori prevista nell'art 2501 *quater* (oggi *quinquies*) c.c. veniva considerata da parte della dottrina<sup>201</sup> un elemento a sostegno della tesi secondo la quale le fusioni, nell'ambito delle operazioni di *leveraged buy out*, dovessero essere supportate da uno specifico "*business purpose*", cioè

---

<sup>199</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 3, 2003, p. 1427.

<sup>200</sup> P. SCHLESINGER, *La nuova disciplina delle fusioni di società di cui sia stato acquisito il controllo tramite indebitamento*, relazione al Convegno organizzato da Paradigma, 2002.

<sup>201</sup> P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991, p. 111 ; U. MORELLO, *La frode alla legge*, Milano, 1969, p. 120.

da una motivazione economico – industriale, in assenza della quale si riteneva che la fusione fosse in frode al divieto di assistenza finanziaria di cui all'art 2358 c.c. La disposizione della novella sembra riecheggiare tale corrente di pensiero anche se parte della dottrina ha affermato che “il legislatore sembra essersi posto proprio in contrasto con detta corrente di pensiero, avendo legittimato la fusione priva di qualsiasi motivazione industriale, essendo sufficiente una mera motivazione patrimoniale – finanziaria”<sup>202</sup>. A tal proposito è stato sottolineato che la locuzione “ragioni che giustificano l'operazione” non riguarda solo la fusione in sé considerata, ma il complesso delle attività di indebitamento – acquisizione – fusione<sup>203</sup>. Non sembra che sia richiesta una giustificazione “economico industriale” della fusione come affermato da parte della dottrina<sup>204</sup>, perché il legislatore richiede solamente una motivazione “economico – finanziaria” volta a giustificare la sostenibilità del debito<sup>205</sup>. A sostegno di

---

<sup>202</sup> Così **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 3, 2003, p. 1426.

<sup>203</sup> **V. SANGIOVANNI**, *Indebitamento, acquisizione e fusione : il merger leveraged buy out*, Rivista delle società, 2010, 8, p. 966.

<sup>204</sup> Così **M. PERRINO**, in *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista delle società, 2003, p. 534, “le condizioni previste dal nuovo art 2501 bis sarebbero dirette a dimostrare che scopo primario della concreta operazione non sia quello della traslazione sulla società *target* del debito contratto dall'acquirente (...), bensì quello di realizzare un razionale progetto di integrazione e di crescita imprenditoriale, capace di generare risorse necessarie per la sua attuazione”; ancora, **P. SERRAO D'AQUINO**, *Commento sub art 2501 bis*, in Aa.Vv. *La riforma delle società*, Commentario a cura di SANDULLI e SANTORO, Torino, 2003, p. 426, secondo il quale “la violazione del divieto di assistenza finanziaria deve essere esclusa solo quando esiste un ragionevole obiettivo imprenditoriale(...), il legislatore ha richiesto una valenza anche imprenditoriale dell'operazione”. Si veda anche **P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, p. 815; ID., *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2321.

<sup>205</sup> Cos' **L. PICONE**, p. 1429; nello stesso senso **P. SCHLESINGER**, secondo il quale la giustificazione dell'operazione deve consistere nella “dimostrazione della possibilità per la società risultante da fusione di fronteggiare l'indebitamento complessivo”; **L. FABBRINI**, **P. CARRIÈRE**, in *Le buone ragioni del leveraged buy out*, Il Sole 24 ore, 2003, p. 28, affermano che le ragioni che giustificano l'operazione devono “individuarsi nelle

tale orientamento si pone anche la circostanza che lo stesso comma in esame precisa che la relazione deve anche contenere un piano economico e finanziario: non si tratta di due distinte prescrizioni ma di un tutto unico perché il piano economico e finanziario serve a dimostrare che l'operazione sia giustificata e cioè che la società risultante da fusione potrà avere stabilità e redditività nonostante l'indebitamento di cui è gravata e sarà in grado di ripagare il debito<sup>206</sup>. Da ciò si evince che elemento cardine del piano economico e finanziario è l'analisi relativa alla sostenibilità dell'operazione: sostenibilità che viene valutata *ex ante*, attraverso un'analisi della capacità della società bersaglio di generare *free cash flow* basata sia su dati storici, sia sui dati previsionali contenuti nel *business plan* relativo all'operazione.

La legge non richiede, quindi, di specificare una specifica e predeterminata finalità della fusione – che è lasciata alla libera determinazione delle parti<sup>207</sup> – ma solamente che la fusione in sé non sia priva di motivazioni ragionevoli.

Per quanto riguarda l'indicazione della fonte delle "risorse finanziarie", è legittimo dubitare se si tratti di una semplice ripetizione di quanto già

---

ragioni che hanno sostenuto i promotori nell'iniziativa di acquisire il controllo della *target* attraverso il ricorso al debito". Tra gli altri, **L. ARDIZZONE**, *Commento all'art. 2501-bis*, cit., p. 500; **P. CARRIÈRE**, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, cit., p. 1045 e ss ; **M. S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, cit., p. 257.

<sup>206</sup> Nella predisposizione del piano economico e finanziario, gli amministratori utilizzeranno metodi noti nella gestione aziendale. Esistono, infatti, specifiche metodologie tecnico-finanziarie volte a determinare i flussi di cassa attesi dall'anno successivo. A tal fine **L. GUATRI**, in *La valutazione delle aziende*, Milano, 1994, p. 175- 179, afferma che per individuare i flussi di cassa attesi " si separano in due periodi: un primo periodo nel quale si adottano criteri analitici (...), e un secondo periodo di riferimento nel quale si assume che l'impresa (...) raggiunga uno stato di equilibrio".

<sup>207</sup> In dottrina sottolineano l'insindacabilità dei motivi della fusione, **L.A. BIANCHI**, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002; **A. FRIGNANI**, *Il leveraged buy out nel diritto italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1898, I, p. 424;

indicato dagli amministratori nel progetto di fusione, o se il legislatore richieda un *quid pluris* nel senso di dover includere qualsiasi fatto, atto o attività della società che generi liquidità utilizzabile per il rimborso del debito. L'informazione contenuta nella relazione non si distingue qualitativamente da quella del progetto di fusione ma, essendo accompagnata da tutte le altre informazioni contenute nella relazione dell'organo amministrativo, sarà più dettagliata e precisa. Le risorse finanziarie di cui si parla includono fondi di natura eterogenea <sup>208</sup> :

- Flussi di cassa (attesi) generabili dalla società bersaglio;
- I proventi di eventuali operazioni straordinarie, quali dimissioni di cespiti o rami aziendali non strategici;
- Emissione di prestiti obbligazionari;
- L'aumento di capitale sociale della società bersaglio da collocarsi sul mercato.

Passando agli "obiettivi che si intendono raggiungere", la norma non chiarisce se si tratti degli obiettivi della fusione in particolare o dell'intera operazione. Nel primo caso il legislatore chiederebbe all'organo amministrativo di indicare con chiarezza e trasparenza ai soci se la fusione persegua attività finanziarie o anche industriali, per permettere alla compagine sociale di prendere una decisione consapevole <sup>209</sup>. Se così fosse, però, non vi sarebbe alcuna differenza tra gli obiettivi in esame e la giustificazione richiesta in generale per ogni tipo di fusione ex art 2501 *quinquies* c.c. Sembra, dunque, preferibile la seconda impostazione perché

---

<sup>208</sup> M. CONFALONIERI, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Gruppo 24 ore, I manuali di guida al diritto, 2011, p. 101.

<sup>209</sup> In questo senso M. BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, Diritto e pratica delle società, 2003, p. 53. Secondo il quale per "obiettivi che si intendono raggiungere" vanno intesi gli obiettivi che l'acquirente intende realizzare con l'acquisizione.

ciò che la legge richiede è l'indicazione degli obiettivi di carattere imprenditoriale che, nonostante l'indebitamento derivante dalla fusione, la società potrà raggiungere <sup>210</sup>.

Da quanto detto, il contenuto della relazione può quindi essere suddiviso in quattro diverse parti<sup>211</sup> :

- Illustrazione del debito: gli amministratori dovranno procedere ad una accurata descrizione della situazione patrimoniale delle società coinvolte e in modo particolare, dovranno descrivere dettagliatamente i contratti di finanziamento contratti dalla società acquirente.
- Eventuale piano strategico – industriale: l'organo amministrativo dovrà effettuare una previsione sulle modalità attraverso le quali ritenga che il fabbisogno relativo al debito finanziario della società risultante dalla fusione sarà soddisfatto. Il piano dovrà indicare con chiarezza e precisione le assunzioni poste a fondamento delle proiezioni reddituali, patrimoniali e finanziarie.
- Piano economico – finanziario : rappresenta una "sintesi" delle informazioni sopra illustrate ed una proiezione delle stesse fino al completo rimborso del debito. Saranno presi in considerazione i dati di partenza "storici" risultanti dalla situazione patrimoniale e del conto economico delle società partecipanti alla fusione, i flussi di cassa degli esercizi precedenti, i flussi di cassa futuri e le necessità finanziarie della società.

---

<sup>210</sup> Così **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1433; **M. REBOA**, *Le operazioni di leveraged buy out e l'art 2501 bis: prime considerazioni*, Rivista dottori commercialisti, 2003, p. 9.

<sup>211</sup> **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1432.



- Giustificazione della sostenibilità del debito : gli amministratori dovranno effettuare una valutazione probabilistica ed esprimere un giudizio in ordine all’esistenza – o meno – di risorse finanziarie sufficienti per far fronte all’indebitamento e agli oneri passivi ad esso connessi. La verifica della sostenibilità del debito parte dall’analisi dei dati storici della *target* e dalla verifica del *cash flow* prodotto negli anni precedenti. Sulla base di tali dati il consiglio di amministrazione potrà effettuare una prima stima di *cash flow* disponibile e coordinare i dati storici con i dati del *business plan* per proiettare i relativi risultati fino al rimborso del finanziamento al fine di poter esprimere un consapevole giudizio in ordine alla capacità della società di sostenere il debito.

L’illustrazione degli obiettivi concerne, in definitiva, l’analisi dell’impatto dell’indebitamento sulla gestione della società ed è volta ad eliminare l’eventuale asimmetria informativa che si verrebbe a creare tra finanziatori e soci di minoranza/ creditori.

### **3.3. LA RELAZIONE DEGLI ESPERTI**

Il quarto comma dell’art 2501 *bis* richiede che la relazione degli esperti, nominati ai sensi dell’art 2501 *sexies* c.c., “*attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione ai sensi del precedente secondo comma*”.

Per qualsiasi operazione di fusione, l’art 2501 *sexies*, prevede che uno o più esperti per ciascuna società redigano una relazione sulla congruità del rapporto di cambio. La redazione di questo documento è richiesta dal legislatore per motivi di opportunità e soprattutto di tutela degli interessi di tutti i soci delle società coinvolte nella fusione infatti, la determinazione

del rapporto di cambio, costituisce l'aspetto essenziale per i soci i quali, sulla base del valore della partecipazione loro attribuita nella società risultante dalla fusione, potranno valutare la convenienza o meno dell'operazione.

E' da notare infatti che a seguito della fusione, con la creazione di una nuova società che rappresenti, per dirla in termini impropri, la somma delle consistenze patrimoniali delle società fuse, i soci vedranno ridursi la percentuale della propria partecipazione con conseguente ridimensionamento dei diritti patrimoniali ed amministrativi esercitabili in seno alla società. Per questi ultimi, quindi, il rapporto di cambio costituisce l'unico elemento idoneo a valutare l'opportunità, in termini di vantaggio economico, di procedere all'operazione. La relazione degli amministratori, che attesta il rapporto di cambio effettuato, è pur sempre un documento "di parte"; da qui nasce l'opportunità che accanto a tale documento ci sia una relazione degli esperti chiamati ad attestare i metodi di calcolo e i criteri, da una posizione di totale imparzialità. Nelle fusioni "normali", gli esperti non possono esprimere nessuna valutazione sulle ragioni economiche o giuridiche della fusione perché la loro attività è limitata ad esprimere pareri in merito ai metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto dagli amministratori <sup>212</sup>. Va sottolineato, poi, che l'incongruità del rapporto di cambio eccepita dagli esperti, non vincolerebbe in nessun modo l'assemblea riguardo il

---

<sup>212</sup> L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, Sole 24 Ore, 2002, p. 291.

voto di fusione<sup>213</sup> essendo, il parere degli esperti, obbligatorio ma non vincolante<sup>214</sup>. L'articolo in esame assegna ai medesimi soggetti un compito ulteriore rispetto a quelli previsti dalla norma dettata in materia di fusioni ordinarie, relativo all'attestazione della congruità del rapporto di cambio e dell'adeguatezza dei metodi seguiti dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio medesimo, perché devono "attestare" la ragionevolezza delle indicazioni riguardanti la fusione presentate dagli amministratori<sup>215</sup>. Il legislatore non individua l'oggetto del giudizio di ragionevolezza, ma è agevole desumere come questo debba riguardare necessariamente quei dati contenuti nel progetto di fusione redatto per un'operazione di MLBO ai sensi dell'art. 2501 *bis*, comma 1°, non previsti dall'art. 2501 per le fusioni comuni. Gli esperti devono dunque attestare la ragionevolezza delle indicazioni fornite dagli amministratori in merito alle "risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni risultanti dalla fusione" ed esprimere un giudizio sul piano economico e finanziario a tal fine redatto dagli amministratori come parte integrante della propria relazione ex art. 2501 *bis*, comma 3°. Gli esperti dovranno, quindi, esprimersi sulla coerenza dei dati contabili utilizzati dagli amministratori a fondamento delle loro affermazioni di sostenibilità del debito rispetto ai dati storici di bilancio della società, sulla corretta applicazione delle assunzioni poste dagli amministratori a base della proiezione di generare liquidità e sulla corretta e prudente applicazione dei metodi adottati dalla prassi aziendalistica per

---

<sup>213</sup> P. G. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Rivista notarile, 1991, p. 17 - 34 ; L. ARDIZZONE, *Commento all'art. 2501-bis, cit.*, p. 505.

<sup>214</sup> V. SALAFIA, *Funzione della relazione dell'esperto indicato dall'art 2501 quinquies c.c.*, Le Società, 2001, p. 436.

<sup>215</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1436.

la previsione dei flussi di cassa<sup>216</sup>. Si tratta di una valutazione sul fatto che le risorse finanziarie indicate nel progetto di fusione siano in grado, secondo *l'id plerumque accidit*, e, quindi, secondo un regolare e prevedibile andamento degli affari, di rimborsare il debito<sup>217</sup>. Gli esperti non potranno pronunciarsi sul merito dell'operazione ossia sull'opportunità delle ragioni poste a giustificazione dell'operazione – né sulla convenienza della fusione per le società partecipanti o per i rispettivi soci.

L'attestazione rappresenta, quindi, un "filtro" volto ad impedire la realizzazione delle operazioni di *leveraged buy out* che appaiono *ex ante* fondate su previsioni irragionevoli e quindi destinate a pregiudicare, *ex post*, l'equilibrio finanziario ed economico della *target* e gli interessi dei soci di minoranza e dei suoi creditori<sup>218</sup>. Previsioni e proiezioni sono peraltro accomunate dall'essere entrambe stime prospettiche, in relazione alle quali l'esperto non può svolgere verifiche oggettive, né affermare con certezza che i risultati futuri rappresentati dagli amministratori saranno effettivamente raggiunti. In questo senso, l'attestazione degli esperti è

---

<sup>216</sup> Sul punto **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1436; **P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale societario e nella riforma del diritto societario*, Giurisprudenza commerciale, 2004, p. 816 e ID., *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2322, secondo il quale la società di revisione deve attestare, oltre che la correttezza dei dati contabili posti a base del piano, anche la correttezza delle metodologie contabili seguite nell'elaborazione dello stesso; **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 266.

<sup>217</sup> Così **M. BERNARDI**, *Legittimità delle operazioni di "leveraged buy out"*, Il sole 24 ore, Diritto e pratica delle società, 2003, 9, p. 54; **M. REBOA**, *Le operazioni di leveraged buy out e l'art 2501 bis: prime considerazioni*, Rivista dottori commercialisti, 2003, p. 20; **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1439.

<sup>218</sup> Così **S. CACCHI PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 36; in questo senso si veda anche *Massime della Commissione Società Consiglio notarile di Milano*, Notariato, 2011, 4, p. 485 che afferma che "l'obbligo di redazione della relazione è inderogabile in quanto posto a tutela non solo dei soci, ma anche dei terzi; i soci non vi potranno pertanto rinunciare nemmeno all'unanimità".

differente rispetto all'attestazione che i medesimi rilasciano circa la congruità del rapporto di cambio, giacché non attestano (né possono attestare) la verità del piano economico e finanziario, ma unicamente la sua ragionevolezza intesa come corretta selezione delle *assumption*, loro attendibilità (e dunque attendibilità dei dati contabili delle società partecipanti) e coerenza delle conclusioni prospettiche cui giungono gli amministratori. Quindi l'attestazione di ragionevolezza del piano economico – finanziario non costituisce garanzia in ordine alla realizzazione dei risultati previsti nel piano stesso.

Occorre poi ricordare che la ragionevolezza dell'analisi di sostenibilità dell'operazione nulla ha a che vedere con la ragionevolezza richiamata da una dottrina prima dell'entrata in vigore della riforma<sup>219</sup> quale criterio discrezionale per affermare la non contrarietà dell'operazione di fusione con acquisizione a seguito di indebitamento al divieto di assistenza finanziaria. Si tratta del medesimo concetto ma posto in una prospettiva completamente diversa da quella proposta dalla citata dottrina<sup>220</sup>: è vero che l'operazione di *leveraged buy out* deve rientrare nei parametri della "ragionevolezza" e, cioè, che il debito contratto dall'acquirente sia sostenibile dalla società risultante dalla fusione ma tale requisito è essenziale non per evitare che la fusione venga fatta rientrare nell'alveo del divieto di assistenza finanziaria, ma al fine di proteggere il patrimonio della società, i soci e i creditori, da operazioni di puro rischio.

---

<sup>219</sup> P. MONTALENTI, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, Giurisprudenza italiana, 1999, p. 2107.

<sup>220</sup> Così L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1142; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 38.

### 3.4. LA RELAZIONE DELLA SOCIETA' DI REVISIONE

Il quinto comma dell'art 2501 bis c.c., infine, impone di allegare al progetto di fusione *“una<sup>221</sup> relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente”<sup>222</sup>*.

La disposizione in questione, malgrado la correzione apportata dal d.lgs. 6 febbraio 2004, n. 37, suscita alcuni interrogativi. Originariamente la norma affermava che al progetto di fusione dovesse essere allegata *“relazione della società di revisione”*: la mancanza dell'articolo prima della parola *relazione* era stata ritenuta una mera lacuna redazionale da colmare con l'aggiunta dell'articolo determinativo *“la”<sup>223</sup>*. Il decreto correttivo del 2004 ha invece inserito l'articolo indeterminativo *“una”* sottolineando come occorra non la relazione della società di revisione ma *“una”* relazione ad hoc.

L'art. 37, comma 31, D.Lgs 39/2010 (attuativo della direttiva 2006/43/CE, relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati) ha modificato il comma 5 dell'art. 2501-bis c.c., sostituendo l'espressione *“della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria”* con la locuzione *“del soggetto incaricato della revisione legale dei conti”*.

---

<sup>221</sup> La parola *“una”* è stata inserita ex art 5, d.lgs. 6-2-2004, n. 37 ( Correttivo riforma delle società).

<sup>222</sup> Le parole *“del soggetto incaricato della revisione legale dei conti”* così sostituiscono le precedenti *“ della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria”* ex art 37, c. 31, d.lgs. 27-1-2010, n. 39 ( Riforma della revisione legale).

<sup>223</sup> Così **M. PERRINO**, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista delle società, 2003, p. 533; riportano le parole originarie della legge, senza articolo, **A. MORANO**, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Le Società, n. 7, 2003, p. 958; **M. BERNARDI**, *Legittimità delle operazioni di “leveraged buy out”*, Il sole 24 ore, Diritto e pratica delle società, 2003, p. 53.

Nel vigore della precedente formulazione del comma 5 dell'art. 2501 *bis* c.c., la dottrina prevalente, pur con qualche dubbio, sosteneva che la relazione del revisore dovesse essere predisposta solo se la società obiettivo o quella acquirente fossero soggette obbligatoriamente alla revisione contabile da parte di una società di revisione<sup>224</sup> e non anche nel caso in cui alla fusione partecipassero soltanto società non assoggettate a controllo contabile obbligatorio ovvero società in cui il controllo contabile obbligatorio è svolto dai sindaci o da un revisore persona – fisica<sup>225</sup>. A favore della tesi per la quale la relazione andasse sempre predisposta (e quindi anche qualora il controllo contabile fosse affidato al collegio sindacale), si era levata una autorevole voce<sup>226</sup> secondo la quale: "Dubbio è se, nelle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, e che non siano tenute alla redazione del bilancio consolidato, tale relazione possa essere redatta dal collegio sindacale investito, per statuto, dell'esercizio del controllo contabile. L'opportunità di affidare il compito in discorso al soggetto che meglio conosce la situazione economico-finanziaria della società induce a rispondere affermativamente: tale impostazione, pare, del resto, confortata, sul piano letterale, dal

---

<sup>224</sup> Si veda in proposito per tutti, **A. SACCHI**, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell'art. 2501-BIS, comma 4 e 5, c.c.*, Il controllo nelle società e negli enti, 2006, p. 179, il quale osserva che: "(.) tale adempimento sarebbe richiesto esclusivamente alle: (i) società che fanno ricorso al mercato dei capitali di rischio (società con azioni quotate in mercati regolamentati o diffuse tra il pubblico in misura rilevante); (ii) società controllate di società quotate, ai sensi dell'art. 165 T.U.I.F.; (iii) società per le quali è legislativamente previsto che il controllo contabile sia svolto da società di revisione (ad es. imprese di assicurazione)"; **V. SALAFIA**, *Il "leveraged buy out" nella riforma societaria*, Società, n.8, 2004, p. 937.

<sup>225</sup> In questo senso, **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 260; l'autore aggiunge "il testo della legge non offre dati sicuri per risolvere il problema ma l'intenzione del legislatore (abbastanza chiaramente indirizzata a restringere l'ambito di applicazione dell'art 2501 *bis* c.c.) giustifica la preferenza per l'interpretazione restrittiva".

<sup>226</sup> **C. SANTAGATA**, *Le Fusioni*, Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, vol. 7, I, Torino, 2004, p. 275.

riferimento alla società di revisione "*incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente*", contenuto nel 5° comma dell'art. 2501 *bis*. E' così assicurato, ai soci ed ai terzi, un adeguato controllo sull'informativa resa dagli amministratori in merito all'operazione di *leveraged buy out* (..) sia pure non sempre operato da un soggetto esterno qualificato, quale la società di revisione".

La nuova formulazione della norma attribuisce espressamente e senza alcuna limitazione il compito della redazione della relazione ivi prevista al soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente. La prescrizione appare dunque compatibile con tutte le ipotesi in cui almeno una delle società coinvolte nella fusione con indebitamento sia sottoposta alla revisione legale dei conti e la sua estensione a tutte le società soggette a revisione legale dei conti risulta coerente con l'intento di ricorrere ai revisori, ogni qualvolta siano nominati, per consentire un'informazione e un controllo più penetranti in operazioni potenzialmente rischiose quali quelle regolate dall'articolo 2501 *bis* c.c.

Non resta spazio pertanto per interpretazioni riduttive della sua portata, che ravvisino nell'intervento del legislatore soltanto la necessità di adeguarne il tenore letterale alla nuova definizione legale dell'attività di revisione dei conti, lasciandone immutato l'ambito applicativo soggettivo in precedenza individuato nelle sole società "aperte" e nelle altre società soggette alla revisione contabile ai sensi degli artt. 155 ss. TUF.

La *ratio* della prescrizione rimane la medesima: offrire ai soci di minoranza della società *target* e ai terzi (in particolare ai creditori di quest'ultima)



un'informazione più ampia e accurata dei dati previsionali dell'operazione.

Con riferimento al contenuto della relazione, la norma non chiarisce se si tratti di una vera e propria “revisione contabile” ovvero di una diversa e ulteriore relazione avente ad oggetto la “ragionevolezza delle informazioni contenute nel progetto di fusione”. In merito è stato sostenuto che la relazione in parola avrebbe proprio la funzione di duplicare l’attestazione della ragionevolezza effettuata dall’esperto<sup>227</sup> mentre, altra dottrina ritiene, invece, che la relazione del revisore abbia ad oggetto il mero controllo contabile della situazione patrimoniale di fusione<sup>228</sup> non essendo possibile richiedere alla società di revisione un nuovo giudizio sulla ragionevolezza in ordine alla sostenibilità del debito. Il revisore, pertanto, avrebbe il compito di offrire un riscontro circa l’attendibilità contabile dei dati in esame, con particolare riferimento alla verifica contabile dei valori degli *assets* posseduti dalle società, eventualmente utilizzabili per il reperimento delle risorse finanziarie necessarie a ripianare il debito. In tale ipotesi occorrerebbe stabilire, però, se il soggetto incaricato della revisione debba valutare la situazione contabile della sola società con cui intrattiene abituali e obbligatori rapporti di *audit*, ovvero se il suo compito si estenda a tutte le situazioni contabili delle società partecipanti alla fusione. Il dato letterale e quello logico sembrerebbero condurre a quest’ultima ipotesi. Quest’ultima impostazione è stata

---

<sup>227</sup> A. MORANO, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Società, n. 7, 2003, p. 958; M. REBOA, *Le operazioni di leveraged buy out e l’art 2501 bis: prime considerazioni*, Rivista dei dottori commercialisti, 2003, p. 1237.

<sup>228</sup> L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n.3, 2003, p. 1444.

criticata <sup>229</sup> da chi ha sostenuto che i dati contabili contenuti nelle situazioni patrimoniali di fusione hanno natura meramente informativa e solo eventuale rispetto all'aspetto più rilevante dell'operazione di *merger leveraged buy out*, cioè la sostenibilità finanziaria dell'operazione. In tale prospettiva, oggetto della relazione del soggetto incaricato della revisione sarebbero i dati contabili posti a fondamento delle previsioni contenute nel piano economico e finanziario dell'operazione. Peraltro, è stato rilevato che la relazione del revisore riguarderebbe la ragionevolezza del piano economico e finanziario "nel suo complesso", in ciò differenziandosi dalla valutazione dell'esperto che avrebbe ad oggetto solamente la ragionevolezza delle motivazioni poste a fondamento del piano economico e finanziario <sup>230</sup>. In ogni caso, occorre sottolineare che il legislatore sembra aver voluto confermare la necessità di un duplice controllo rispetto la sostenibilità finanziaria dell'operazione. Siffatto controllo "incrociato" sull'operazione sarebbe possibile solamente se si tenessero separate la figura dell'esperto di cui all'art 2501 *bis*, comma quarto, c.c., da quella della società di revisione, laddove però, per le società quotate, l'art 2501 *sexies* – disponendo che " se la società è quotata sui mercati regolamentati l'esperto è scelto fra le società di revisione" – renderebbe possibile una sovrapposizione di ruoli <sup>231</sup>. Tale conseguenza potrebbe essere evitata ritenendo che per le società quotate la nomina

---

<sup>229</sup> S. CACCHI- PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 105 ; P. MONTALENTI, *Commento sub art 2501 bis*, Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2322.

<sup>230</sup> A. SACCHI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell'art. 2501-BIS, comma 4 e 5, c.c.*, Il controllo nelle società e negli enti, 2006, p. 107.

<sup>231</sup> Altra dottrina non vede ostacoli al fatto che la medesima società di revisione agisca sia nella qualità di esperto ( attestando la ragionevolezza del piano) sia nella qualità di revisore, si veda L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1445.

dell'esperto è di competenza esclusiva del Tribunale, al fine di rafforzare l'indipendenza del revisore, limitando “ il cumulo di incarichi *extra audit*”<sup>232</sup>. Concludendo, si può affermare che, il profilo professionale dei revisori legali e la natura dell'attività da essi svolta, nonché l'inutilità di duplicare la relazione degli esperti (avente ad oggetto la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto circa le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni post-fusione della *target*), hanno indotto ad individuare il contenuto della relazione – anche dopo la riforma del 2010 - nella verifica dei dati contabili posti alla base dell'operazione e, in particolare, del piano economico finanziario contenuto nella relazione degli amministratori.

All'indomani della novella legislativa operata dal D.Lgs 39/2010, anche se non constano ancora molti contributi sul punto, la dottrina appare divisa tra chi afferma che sarebbe scorretto: "ritenere che gli adattamenti linguistici apportati alle norme del c.c. e, in particolare, al quinto comma dell'art. 2501 *bis* c.c., abbiano inciso, modificandolo, sul disegno normativo elaborato dal legislatore della riforma. Scorretto non solo alla stregua del coordinamento che, in ogni caso, l'interprete deve fare fra le intenzioni che hanno mosso il legislatore del 2003 e quello del 2010, ma anche sul piano costituzionale. Su questo piano, infatti, si finirebbe con il giudicare corretta l'estensione dell'ambito di applicazione del quinto comma dell'art. 2501-*bis* nonostante che nessun mandato il Parlamento avesse dato al riguardo al Governo. L'ampliamento non sarebbe di poco conto, perché, la lettera della norma, impoverita delle parole che ne specificavano meglio il limite nella legislazione del 2003, potrebbe condurre a ritenere che l'intervento del soggetto incaricato della revisione legale dei conti sia necessario anche

---

<sup>232</sup> L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002, p. 15.

quando nè la società obiettivo né quella acquirente, siano emittenti di azioni quotate o diffuse in maniera rilevante. Escluso dall'intervento sarebbe solo il collegio sindacale, perché non potrebbe essere considerato un soggetto distinto dalla società, di cui è invece solo un organo; ma è compreso anche il revisore persona fisica, perché egli rientra nell'ampia categoria dei revisori legali, se iscritto nell'apposito registro"<sup>233</sup>, e chi invece ritiene non accettabili interpretazioni restrittive che non troverebbero conforto nel dato letterale<sup>234</sup>.

Da quanto precede si possono far discendere i seguenti corollari:

a) l'obbligo di redazione della relazione è inderogabile in quanto posto a tutela non solo dei soci, ma anche dei terzi; i soci non vi potranno pertanto rinunciare nemmeno all'unanimità;

b) la relazione deve essere predisposta anche dalle società che volontariamente si sottopongono alla revisione legale dei conti; l'assenza di eccezioni nel testo della norma e la compatibilità della revisione facoltativa con l'intento di utilizzarla per finalità informative di interesse generale depongono senz'altro in questo senso; d'altra parte la scelta operata dalla società di sottoporsi alla revisione, anche se non obbligata, ha come effetto naturale l'assoggettamento alla disciplina che direttamente o indirettamente ne deriva;

c) la norma trova applicazione anche quando la revisione legale dei conti sia affidata al collegio sindacale, che, in tal caso, deve essere interamente

---

<sup>233</sup> V. SALAFIA, *La società di revisione e la fusione prevista dall'art. 2501-bis c.c.*, Le Società, 2010, p. 1480.

<sup>234</sup> V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, Le Società, 2010, p. 969.

composto da revisori legali. Se infatti il legislatore consente che ad esso venga attribuita in determinate fattispecie anche tale attività ha, evidentemente, ritenuto che lo stesso non sia privo della necessaria indipendenza o della idonea competenza professionale e che possa pertanto adeguatamente svolgere tutti i compiti e ottemperare a tutti gli obblighi che ne derivano e, tra questi, anche la redazione della relazione prevista dall'articolo 2501 *bis*, comma 5, c.c. Il tenore letterale della disposizione, che parla di "soggetto" (laddove il collegio sindacale è un "organo"), non sembra dunque possa prevalere su ragioni di coerenza sistematica.

Relativamente alla questione della necessità in ogni caso di una relazione per ciascuna società partecipante alla fusione, la dottrina prevalente, appare orientata nel senso di ritenere sufficiente la predisposizione di una sola relazione. Il contenuto della relazione è infatti omogeneo per tutte le società quindi non vi sarebbero ostacoli per scegliere solo una sola delle società di revisione<sup>235</sup>. La scelta ricadrebbe nella discrezionalità degli organi amministrativi delle società coinvolte<sup>236</sup>.

---

<sup>235</sup> Sul punto di veda **L. ARDIZZONE**, *Commento sub art. 2501-bis*, Commentario alla riforma delle società diretto da P. MARCHETTI - L.A. BIANCHI - F. GHEZZI - M. NOTARI, Milano, 2006, p. 506, secondo cui: "La necessità di una duplicazione viene esclusa sia dal dato letterale, che prevede la predisposizione di «una» relazione, sia dalla terzietà attribuita dal legislatore alle società di revisione, sia infine, dall'omogeneità dell'oggetto di analisi, ovvero l'operazione ed i relativi documenti nel loro complesso, con riferimento a tutte le società coinvolte nella fusione"; **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, secondo cui: "Se più di una società partecipante alla fusione è soggetta alla revisione contabile obbligatoria di una società di revisione, può esser sostenuto che basti la relazione di una sola delle società di revisione coinvolte: infatti il testo della legge richiede "una relazione", non tante relazioni quante sono le società di revisione oppure le società partecipanti alla fusione. La scelta della società di revisione cui affidare l'incarico, fra quelle che svolgono l'attività di controllo contabile, per almeno una delle società partecipanti alla fusione, è lasciata agli amministratori di queste ultime. Il fatto che la legge dica che la relazione è compito della società di revisione "della società obiettivo o della società acquirente" non significa che i

La norma prevede infine l'allegazione della relazione del revisore legale dei conti al progetto di fusione, sebbene la relazione non sia normalmente coeva al progetto: il suo contenuto presuppone infatti l'esistenza del progetto e degli altri documenti informativi richiesti dalla legge, in particolare della relazione degli amministratori di cui deve verificare i dati contabili che ne sono alla base. L'apparente contrasto si risolve affermando che, in caso di fusione con indebitamento, la formazione del progetto si perfeziona ed assume rilevanza una volta che ad esso sia unita anche la relazione del revisore legale dei conti, con la conseguenza che, ove quest'ultima fosse oggetto di un deposito separato e successivo a quello del progetto, solo dopo tale adempimento potranno validamente decorrere i termini fissati dagli artt. 2501 *ter*, u.c., c.c. e 2501 *septies*, comma 1, c.c.

### 3.5. ART 2505 e ART 2505 *bis*

Infine l'ultimo comma dell'art. 2501 *bis* c.c. dispone che alla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento non si applicano le disposizioni degli articoli 2505 e 2505 *bis* c.c., relativi alla c.d. fusione semplificata<sup>237</sup>.

---

revisori della società acquirente vengano in gioco solo se la società obiettivo non è soggetta a revisione contabile obbligatoria da parte di una società di revisione"; L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1442.

<sup>236</sup> A. SACCHI, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell'art. 2501-BIS, comma 4 e 5, c.c.*, Il controllo nelle società e negli enti, 2006.

<sup>237</sup> G. SCOGNAMIGLIO, in *Le fusioni (e le scissioni) "semplificate" nella riforma del diritto societario*, [www.dircomm.it](http://www.dircomm.it), II, 7, 2003, afferma che "la ratio dell'esclusione non è perspicua (...), è fondato supporre che, nell'enunciare la regola dell'inapplicabilità (...) della disciplina di semplificazione contenuta negli art 2505 e 2505 *bis* il legislatore *plus dixit quam voluit*: probabilmente si voleva affermare soltanto il principio che, quando il procedimento di fusione per incorporazione di società controllate al 100% o al 90 % si realizzi in collegamento appunto con operazioni di lbo, non possono in alcun caso mancare né la relazione dell'organo amministrativo *ex art 2501 quinquies* (...) né il parere

L'intento del legislatore sembrerebbe quello di evitare l'attribuzione al consiglio d'amministrazione dell'autonoma competenza di deliberare su una fusione "a rischio".

Nel richiamare l'art. 2501 *sexies* c.c., peraltro, l'art. 2501 *bis* esclude altresì che possa essere omessa la relazione dell'esperto circa la congruità del rapporto di cambio.

La dottrina maggioritaria<sup>238</sup> osserva che, nel caso in cui la società acquirente proceda all'incorporazione di una società interamente posseduta, in effetti non è necessario inserire nella relazione il rapporto di cambio, che in concreto non esiste. La relazione dovrebbe, quindi, occuparsi solo della ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione. D'altronde l'obiettivo della norma parrebbe proprio quello di evitare che le due relazioni (degli esperti e degli amministratori) atte a giustificare l'operazione sul piano economico - finanziario vengano omesse<sup>239</sup>.

Altri, differentemente<sup>240</sup>, sottolineano che l'esperto è chiamato a confermare nella propria relazione una valutazione che non deve essere considerata autonoma rispetto al giudizio di ragionevolezza, ma,

---

degli esperti di cui all'art 2501 *sexies*. Più difficile è sostenere, adducendo il tenore letterale apparentemente non equivoco dell'ultimo comma dell'art 2501 *bis*, l'impossibilità di far capo per esempio alla "semplificazione" onde è consentito disapplicare, in presenza di un rapporto di controllo totalitario fra l'incorporante e l'incorporanda, le regole in materia di determinazione e illustrazione del rapporto di cambio e di verifica esterna della sua congruità".

<sup>238</sup> S. CACCHI- PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 110; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2005, p. 88.

<sup>239</sup> G. SCOGNAMIGLIO, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Rivista notarile, 2003, p. 902; FERRI-GIUZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, Il nuovo diritto societario, Liber amicorum G. F. Campobasso, a cura di ABADESSA e PORTALE, vol. 4, Torino, 2007, p. 242.

<sup>240</sup> L. ARDIZZONE, *Sub art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 513.

piuttosto, quale suo presupposto valutativo: la valutazione dell'esperto dovrebbe pertanto contenere anche un'analisi circa il valore del capitale economico e netto delle società partecipanti alla fusione. Deve osservarsi, peraltro, che l'art. 2501 *bis* c.c. non esclude l'applicazione degli artt. 2501<sup>ter</sup> ultimo comma e 2505 *quater* c.c. Può dedursi, evidentemente, che anche alle operazioni di "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento" si applichi la norma secondo la quale i soci possono rinunciare all'unanimità al termine dei trenta giorni tra la data dell'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese e la data dell'assemblea. Quest'ultima norma, infatti, è posta nell'esclusivo interesse dei soci – anche perché, a ben vedere, decorrendo il termine per l'opposizione dalla data di iscrizione della delibera di fusione nel registro imprese, non si configurerebbero lesioni agli interessi dei creditori. Qualora le società partecipanti alla fusione non siano S.p.A., i tempi previsti per il deposito pre-assembleare della documentazione di fusione e per l'opposizione possono essere ridotti della metà, ferma restando la relazione dell'esperto, che in tal caso resta obbligatoria. D'altronde quest'ultima previsione, atteggiandosi a norma di carattere generale, deve ritenersi applicabile a tutte le operazioni di *merger leveraged buy out*, a prescindere dal tipo di società coinvolte nella fusione <sup>241</sup>.

---

<sup>241</sup> A. MORANO, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, *Le Società*, n. 7, 2003, p. 958.



## CAPITOLO IV

### LA TUTELA DEI SOCI E DEI CREDITORI

#### 1. VIOLAZIONE DELLA DISCIPLINA DELL'ART 2501 BIS

Dopo aver preso in considerazione la fattispecie di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento occorre esaminare le conseguenze nel caso in cui, nell'ambito della fusione di cui all'art 2501 *bis*, la disciplina ivi prevista venga disapplicata.

Le condizioni previste dal comma 2° all'ultimo comma dell'art 2501 *bis* sono, infatti, come già detto, poste nell'interesse dei soci e dei creditori ad ottenere un quadro informativo dettagliato dell'operazione di fusione.

L'introduzione ad opera del riformatore di nuove e specifiche limitazioni all'attuazione dell'operazione in esame, è un chiaro indice del fatto che non si sono ritenuti sufficienti ad evitare applicazioni distorte dell'istituto i rimedi di carattere generale già presenti nel sistema, da tempo evidenziati dalla prevalente dottrina. Quest'ultima infatti non aveva mancato di sottolineare come i possibili interessi lesi dall'operazione in esame trovavano ampi mezzi di tutela in specifici istituti previsti in via generale dal sistema<sup>242</sup> : i creditori erano tutelati dal diritto di opposizione, i soci dalla stima del rapporto di cambio e dal diritto di recesso derivante talvolta dall'operazione di fusione (cfr. art. 2502 c.c., per le società personali, e 2473 c.c., per le S.r.l.) o dal diritto di recesso derivante dall'assoggettamento ad attività di direzione e coordinamento della *target*

---

<sup>242</sup> **D. PREITE**, *I merger leveraged buy out e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, Giurisprudenza Commerciale, 1993, I, p. 123; **M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e leveraged buy out*, Società, 2000, I, p. 75 e ss.; **F. MARABINI**, *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, Giurisprudenza commerciale, 1996, I, p. 187.

da parte della *newco* ex art. 2497 *quater* lett. c), nonché talvolta dalle norme in tema di conflitto di interessi<sup>243</sup>. I soci di minoranza e i creditori sociali venivano inoltre protetti dalla responsabilità connessa alla direzione e coordinamento ex art. 2497 c.c. e, nelle S.r.l., dalla responsabilità ex art. 2476 penultimo comma c.c.<sup>244</sup>.

Autorevole dottrina<sup>245</sup>, però, ha sottolineato come le operazioni di fusione in questione possono pregiudicare gli interessi dei creditori della società bersaglio in una duplice direzione : alterando il rapporto tra debiti e patrimonio netto della società riducendo, quindi, la garanzia patrimoniale generica e, vista l'incidenza sull'equilibrio finanziario ed economico della società, aumentando il rischio di insolvenza. Così, mentre nel primo caso i creditori disponevano, già prima della riforma, di adeguate tutele sia sul piano dell'informativa societaria, sia su quello dei rimedi (diritto di opposizione ex art. 2503 c.c.) rimanevano tuttavia "scoperti" rispetto al secondo profilo. L'informativa societaria di fusione (incentrata su valori contabili e patrimoniali) infatti ignorava completamente l'aspetto finanziario dell'operazione e non offriva alcuna "visibilità" ai profili di sostenibilità economico – finanziaria del *merger leveraged buy out*. Per ciò che attiene alla tutela dei soci di minoranza, il tema della sostenibilità dell'operazione di *leveraged* emergeva anche prima della riforma del 2003

---

<sup>243</sup> P. CARRIÈRE, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, Rivista delle società, 2003, 5, p. 1043, che ipotizza l'applicazione delle norme di cui agli artt. 2391, 2394, 2634, 2629, 2497 e 2467 c.c. e M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 251.

<sup>244</sup> M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, cit., p. 273, secondo il quale peraltro l'art. 2476 penultimo comma sarebbe espressione di un principio più generale applicabile anche alle SpA. Ma di tale conclusione è lecito dubitare poiché la norma citata appare caratterizzante il profilo tipologico della Srl ed a distinguerlo da quello della SpA.

<sup>245</sup> S. CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 30.

perché questi ultimi erano tutelati dalla stima del rapporto di cambio prevista dalla disciplina generale della fusione. Ciò sia sotto il profilo informativo, con l'obbligo degli amministratori di illustrare e giustificare il rapporto di cambio, sia sotto quello sostanziale (relazione dell'esperto, diritto dei soci di sindacare la congruità del rapporto di cambio). Nella previgente disciplina della fusione mancava, tuttavia, un'autonoma considerazione del profilo peculiare delle operazioni di MLBO, ossia la ragionevolezza del piano economico e finanziario e dell'analisi di sostenibilità<sup>246</sup>. La fusione, infatti, anche quando è fatta sulla base di un rapporto di cambio congruo – che lascia inalterato il valore complessivo dell'investimento dei soci di minoranza della società bersaglio *pre* e *post* fusione – può comunque modificare le condizioni di rischio in conseguenza del maggior tasso d'indebitamento e della diversa struttura finanziaria della società risultante dalla fusione<sup>247</sup>.

È proprio per tale motivo che il legislatore della riforma ha ritenuto di apprestare una specifica ed ulteriore tutela agli interessi dei soggetti

---

<sup>246</sup> S. CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 28.

<sup>247</sup> R. PARDOLESI, *Leveraged buy out : una novità a tinte forti ( o fosche?)*, Giurisprudenza commerciale, 1989, I, p. 412, afferma che “ quand'anche sia stata garantita l'esatta corrispondenza del valore della vecchia partecipazione a quello attribuito alla nuova, l'indifferenza tra le due situazioni viene a dipendere dall'atteggiamento dell'azionista rispetto al rischio, che nella società incorporane appare ben più corposo, in vista dell'elevato indebitamento”; M.S. SPOLIDORO, in *Fusioni pericolose ( merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 260, afferma che “il grado di informazione da fornire è funzionale anche all'esercizio efficace dei diritti di *voice* e di *exit* (...), è condizione almeno di legalità ( se non anche di legittimità) della operazione che i documenti preassembleari contengano dettagliate e credibili informazioni circa gli effetti della fusione sul valore delle partecipazioni dei soci esterni al controllo in un'ottica di *shareholders value* e di vantaggi compensativi”.

“deboli” facenti parte di un’operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento<sup>248</sup>.

Nel caso in cui tale articolo sia violato occorre distinguere a seconda se la violazione attenga al mero profilo informativo del procedimento, o anche alla sua sostanza. L’operazione di *merger leveraged buy out*, da quel che si è visto, è sottoposta ad una serie di adempimenti il cui mancato rispetto inficia la legittimità dell’operazione. Si è distinta, in proposito, l’ipotesi di assenza di informazioni da quella relativa all’erroneità, reticenza, falsità delle informazioni concludendo, nel primo caso, per l’invalidità del procedimento di fusione (pur nei limiti di cui all’art 2501 *quater* c.c. dove si specifica che si tratta di una nullità sanabile a seguito dell’iscrizione dell’atto di fusione nel Registro delle imprese) e, nella seconda ipotesi, ritenendo esercitabile una tutela sul piano risarcitorio sia nel senso di ricorrere a schemi civilistici di illecito, sia nel senso di ricondurre la fattispecie nell’alveo dell’art 2504 *quater* c.c.<sup>249</sup>

Appare scontato, infatti, che i vizi “procedimentali” della fusione con indebitamento (ad es.: mancata redazione dei documenti e delle precisazioni di cui ai commi 2°, 3° e 4° del nuovo art. 2501 *bis* c.c., mancato o intempestivo deposito, insufficienza formale delle indicazioni e motivazioni *eccetera*) saranno sanzionabili o attraverso l’impugnazione della delibera di approvazione del progetto da parte dei soci di minoranza, o con l’opposizione ex art 2503 c.c. dei creditori<sup>250</sup>, ovvero,

---

<sup>248</sup> M.S. SPOLIDORO, in *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, ivi, afferma che “le informazioni previste dall’art 2501 *bis* c.c. assumono allora anche il significato particolare di strumento di agevolazione dell’esercizio consapevole degli strumenti di tutela dei creditori e dei soci”.

<sup>249</sup> P. MONTALENTI, *Commento sub art 2501 bis*, Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 817.

<sup>250</sup> C. CINCOTTI, *Fusione con indebitamento, leva finanziaria e distruzione del valore della target*, in [www.orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.orizzontideldirittocommerciale.it), 15, “E’ peraltro evidente (...) che la

dopo l'iscrizione dell'atto di fusione ai sensi dell'art 2504 *quater* c.c., con il risarcimento del danno<sup>251</sup>.

Il tema d'indagine più importante è tuttavia costituito dai vizi sostanziali dell'operazione (vizi che il procedimento mira a prevenire, rendendone più facile la scoperta e l'accertamento). Questi vizi appartengono a categorie disparate, difficili da organizzare sistematicamente in modo soddisfacente.

In prima approssimazione si può ipotizzare che, in alcuni casi, “le informazioni e le motivazioni fornite nei documenti siano (a) fondate su premesse erranee; (b) fondate su argomentazioni logicamente fallaci; (c) viziate da conclusioni che «non seguono» all'applicazione degli argomenti, per omissione di premesse necessarie, oltre che per falsità delle premesse invocate e per fallacia degli argomenti impiegati”.<sup>252</sup>

Tutti i vizi appena elencati possono essere frutto di imprudenza, negligenza o imperizia, vale a dire essenzialmente di “colpa”, più o meno grave; ma possono anche essere vizi “dolosi” e, in questo caso, nascere o da un conflitto d'interesse con la società o con gli altri soci (il che può spesso dar luogo ad un'infedeltà patrimoniale), ovvero da una finalità

---

mera predisposizione dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis*, pur ove giudicati affidabili dall'esperto e dalla società di revisione, non vale certo a sancire la validità dell'operazione di MLBO qualunque sia il contenuto dei documenti stessi. Invero, come affermato dall'unico precedente giurisprudenziale edito in materia di fusione con indebitamento successivamente alla riforma, la legittimità dell'operazione consegue alla “verifica del rispetto degli interessi meritevoli di protezione che da tale operazione possono subire ingiusto pregiudizio”. Occorre dunque accertare in quali ipotesi la leva finanziaria utilizzata per finanziare l'operazione di MLBO sia tale da ledere gli *interessi meritevoli di protezione*, sì da comportare un vizio della delibera, ovvero il diritto dei creditori o degli obbligazionisti di opporsi alla fusione ex art. 2503 e 2503 *bis*”. In tal senso si veda, Tribunale di Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, con massima pubblicata in *Giustizia a Milano*, 2008, 11, 74.

<sup>251</sup> Così anche L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 2003, n. 3, p. 1446 e ss. (che cita in senso conforme Ardizzone).

<sup>252</sup> M. S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 262.

elusiva di norme imperative, che può concorrere o non concorrere con il conflitto d'interessi <sup>253</sup>.

I vizi sostanziali possono incidere sulla fusione (in particolare) o sull'operazione (in generale), ovvero su singole fasi dell'operazione diverse dalla fusione. Da essi può derivare un'invalidità degli atti (o di alcuni atti) del procedimento, ovvero la loro inefficacia, oppure anche una responsabilità dei soggetti cui l'insorgenza o la sussistenza del vizio siano imputabili. La responsabilità può a sua volta essere una responsabilità contrattuale o extracontrattuale.

Riguardo il mancato adempimento delle prescrizioni sopra citate, la disciplina attuale non prevede nessuna specifica conseguenza, cosicché si dovrà cercare la risposta all'interno della disciplina generale nell'ambito di quanto dettato dalla riforma societaria riguardo l'invalidità delle delibere assembleari.

Anzitutto occorre ricordare, per chiarezza, che non può più essere presa in considerazione la tesi di chi <sup>254</sup>affermava che la fusione deliberata in violazione delle norme procedurali contenute nell'art 2501 *bis* c.c. sia nulla per violazione del divieto di assistenza finanziaria di cui all'art 2358 c.c. e questo perché, come già affermato in precedenza, il legislatore ha del tutto affrancato la fusione, nell'ambito di un *leveraged buy out*, dal divieto stesso <sup>255</sup>. Qualche Autore ha sostenuto che, in caso di frode all'art. 2358 c.c. (ipotesi probabilmente rara, ma non impossibile a verificarsi) “potranno sempre essere dichiarati invalidi i negozi conclusi a monte, riguardanti il

---

<sup>253</sup> **A. MORANO**, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Società, n. 7, 2000, p. 958.

<sup>254</sup> **P. SERRAO D'AQUINO**, *Commento sub art 2501 bis*, in *La riforma delle società*, vol.3, a cura di SANDULLI e SANTORO, Torino, 2003, p. 427.

<sup>255</sup> In questo senso, **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1446.

finanziamento, di prestito e di garanzia, fermo restando, ovviamente, che l'obbligo di restituzione del prestito graverà sulla società risultante dalla fusione<sup>256</sup>. Questa conclusione, non può essere condivisa<sup>257</sup>. Non è chiaro, innanzitutto, quale vantaggio deriverebbe ai creditori ed ai soci dalla supposta nullità, che costringerebbe la “società risultante dalla fusione” a rimborsare senza dilazione o sconti tutti i debiti contratti dalla controllante per acquisirne il controllo; né si comprende quali garanzie sarebbero travolte dalla nullità. Anche nella prospettiva dei creditori sociali la tesi criticata non produce alcun beneficio concreto. Si deve perciò presumere che, in mancanza di un interesse apprezzabile, nessuno avrà alcun incentivo (lecito) a proporre un'azione. D'altra parte è tutt'altro che certo, in generale, che l'eventuale frode alla legge determini la nullità di tutte le diverse articolazioni in cui normalmente le operazioni elusive vengono suddivise<sup>258</sup>. La nullità o invalidità colpisce anzi solo il contratto che dà luogo all'effetto materiale che la legge intende proibire, ed è rilevabile solo se l'effetto dipende appunto da un atto di autonomia privata, entro i limiti in cui l'ordinamento consente di impugnarlo. Nel caso specifico l'elusione dell'art. 2358 c.c. (quando e se configurabile) si materializza solo con la fusione: la fusione sarà viziata, ma l'impugnazione è ammessa solo nei limiti dell'art. 2504 *quater*, convertendosi, altrimenti, in titolo per un'eventuale azione risarcitoria. Gli atti compiuti a monte della fusione (assunzione di prestito in capo all'acquirente del controllo, relative garanzie, acquisto delle azioni) restano dunque validi ed efficaci, come conferma anche il confronto con la disciplina degli artt. 2357 e ss. c.c.

---

<sup>256</sup> M. BERNARDI, *Legittimità delle operazioni di “leveraged buy out”*, Il sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2003, 9, p. 48

<sup>257</sup> In questo senso M. S. SPOLIDORO, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, Le società, 2000, p. 333.

<sup>258</sup> Principio riconosciuto, fra gli altri, da A. A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.* Corriere giuridico, 2002, II, p. 241.

Già prima della riforma il codice nulla specificava in ordine alle conseguenze di eventuali inadempimenti delle prescrizioni di cui agli art 2501 *bis* e 2501 *sexies* c.c. e, proprio per tale motivo, dottrina e giurisprudenza concordavano nell'affermare che – nell'ambito delle fusioni normali – la delibera di fusione adottata in carenza dei presupposti procedurali minimi stabiliti dalla legge fosse annullabile ex art 2377 c.c.<sup>259</sup>. L'art 2377 c.c. è stato radicalmente modificato dal d.lgs. 17.1.2003, n. 6 vista l'inadeguatezza della disciplina previgente a contemperare i contrapposti interessi del socio con quelli della stabilità dell'attività deliberativa della società<sup>260</sup>. Il nuovo art 2377, 2° comma, c.c. prevede che "le deliberazioni che non sono prese in conformità della legge o dello statuto possono essere impugnate": sono quindi annullabili<sup>261</sup>. Con la riforma dell'articolo di cui sopra il legislatore ha quindi voluto distinguere, nell'ambito della disciplina dell'invalidità delle delibere assembleari, il vizio dell'annullabilità da quello della nullità sottolineando come, rispetto alle norme di diritto comune, nel diritto societario l'annullabilità è fattispecie di invalidità di carattere generale<sup>262</sup>. Il richiamo alla mancata conformità della delibera alla legge – o allo statuto – valorizza il rilievo organizzativo su cui incide il vizio della delibera; la non

---

<sup>259</sup> In argomento, **SCARDULLA**, *La trasformazione e la fusione delle società*, Trattato di diritto civile e commerciale, GIUFFRÈ, 1989, p. 508; **MORANO-ZINI**, *La nuova disciplina delle fusioni*, Società, 1991, p. 923; **G. NIGRO**, *Ripartizione delle partecipazioni e opzione dei soci nella scissione di società*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001, p. 89.

<sup>260</sup> Le scelte compiute dal legislatore si percepiscono alla luce dei criteri direttivi posti dalla L. 3.10.2001, n. 366 e, in modo specifico, dall'art 4, 7° comma, lettera b). La norma delegante affermava espressamente, riferendosi alle invalidità delle delibere assembleari, che la riforma era diretta a perseguire "le esigenze di tutela dei soci e quelle di funzionalità e certezza dell'attività sociale, individuando le ipotesi di invalidità, i soggetti legittimati all'impugnativa e i termini per la sua proposizione".

<sup>261</sup> Tale disposizione ribadisce che la violazione delle norme legali e statutarie dà luogo al vizio di annullabilità, si veda, in giurisprudenza, Cassazione, Sez. I, 27 luglio 2005, n. 15721; Cassazione, Sez. I, 15 novembre 2000, n. 14799; Cassazione, Sez. I, 9 aprile 1999, n. 3457; Cassazione, Sez. I, 21 novembre 1998, n. 11801.

<sup>262</sup> Così **V. GALGANO**, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato Galgano, XXIX, 2004, p. 386.



conformità va, infatti, intesa come mancato adeguamento del procedimento assembleare alle regole, legali e convenzionali, che hanno natura organizzativa<sup>263</sup>.

Sembra che tale principio valga anche per le operazioni in questione<sup>264</sup>. Si può giungere a tale conclusione sottolineando che le disposizioni contenute nell'art 2501 *bis* c.c. non sono disponibili da parte dell'assemblea (neppure all'unanimità) perché l'articolo in questione, oltre a tutelare gli interessi dei soci e dei creditori, tutela il patrimonio della società da un'operazione che, seppur lecita, è comunque pericolosa. Quanto precede induce a ritenere che la disciplina dell'art 2501 *bis* c.c. sia imperativa e che, quindi, la disapplicazione delle norme procedurali sia ostativa all'assunzione di una valida delibera assembleare di fusione. Appare opportuno condividere la tesi di chi afferma che "sembra corretto ritenere che le delibere assembleari assunte nell'ambito di un'operazione di *merger leveraged buy out* in contrasto con le previsioni dell'art 2501 *bis* del c.c. siano "annullabili" per contrarietà alla legge e non già nulle. Peraltro, per quanto concerne la delibera di fusione, è rimasto invariato il testo dell'art 2504 *quater* del c.c., ai sensi del quale il completamento dell'*iter* di legge impedisce di pronunciare l'invalidità della fusione, e di conseguenza, la delibera di fusione, salvi eventuali profili risarcitori, non

---

<sup>263</sup> Così FERRO- LUZZI, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1976, p. 151 – 166.

<sup>264</sup> Contra N. A. BRUNO, *Divieto di assistenza finanziaria e operazioni di "merger leveraged"*, Diritto e pratica delle società, n. 17, 2006, afferma che "la violazione delle norme contenute nell'art. 2501- *bis* , ossia l'assenza e/o l'insufficienza dei documenti informativi prescritti, comporterà la difformità del procedimento di fusione da quanto prescritto dalla legge. Di conseguenza è da ritenere che questa violazione inficerà tutto il procedimento e pertanto renderà nulla, per violazione di norme imperative, la deliberazione di fusione".

potrà essere annullata dopo l'ultima iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese"<sup>265</sup>.

Se la fusione che chiude l'operazione è stata pubblicata nel Registro delle Imprese, l'unica sanzione dei vizi procedurali e sostanziali è la responsabilità per danni. Al riguardo, una dottrina<sup>266</sup> ha rilevato che il legislatore ha inteso introdurre una precisa linea di equilibrio tra gli interessi contrapposti dell'impresa e dei soci e dei terzi.

Per quanto concerne i momenti nei quali la violazione delle disposizioni in esame potrà essere individuata, si deve distinguere i casi di violazione palese (violazione risultante documentalmente) dai casi in cui essa non sia palese. Iniziando l'analisi dal progetto di fusione, al momento del deposito per l'iscrizione nel registro delle imprese il conservatore dovrà accertare che al progetto sia allegata la documentazione prevista dall'art 2501 *bis* c.c.: se la violazione dell'articolo in esame risulta documentalmente, egli dovrà rifiutare l'iscrizione del progetto qualora gli amministratori, pur invitati ai sensi dell'art 11, comma 11°, del regolamento di attuazione del registro delle imprese (d.p.r. 7 dicembre 1995, n. 581), non integrino la documentazione mancante. Per quel che riguarda la delibera di fusione, è noto che il notaio non possa rifiutarsi di procedere alla verbalizzazione della stessa anche nelle ipotesi di palese violazione di norme imperative perché l'art 2375, comma 2°, c.c. gli assegna il compito di redigere il verbale, imponendogli di documentare la riunione senza alcuna indagine, in quella sede, sul contenuto e la validità della decisione adottata <sup>267</sup>. Entro

---

<sup>265</sup> M. CLEMENTI, G. LUSCHI, A. TRON, *Le operazioni di leveraged buy out. Aspetti legali, tributari e finanziari*, IPSOA, 2006, p. 156.

<sup>266</sup> P. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e delle scissioni: una modernizzazione incompiuta*, *Rivista delle società*, 2004, p. 1384 e ss.

<sup>267</sup> In Giurisprudenza si veda Cassazione, 4 maggio 1998, n. 4441, in *Rivista notarile*, 1998, p. 717; in dottrina si veda G. LAURINI, *Controllo omologatorio e controllo notarile*, in

i 30 giorni successivi, poi, il notaio, se dalla delibera o dalla relativa documentazione ritenga non adempite le condizioni stabilite dalla legge, non dovrebbe richiederne l'iscrizione nel registro delle imprese e dovrebbe invece darne comunicazione agli amministratori <sup>268</sup> che, entro ulteriori 30 giorni, potranno convocare l'assemblea per gli opportuni provvedimenti oppure ricorrere al tribunale per il provvedimento di omologazione ai sensi dell'art 2436 c.c.

## 2. FORME DI TUTELA

Passiamo ora ad esaminare gli strumenti di tutela previsti dall'ordinamento per quei soggetti i cui interessi potrebbero essere lesi da un'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

I rimedi di natura civilistica, attuabili dai soggetti danneggiabili o danneggiati dalla fusione conclusiva di un *leveraged buy out*, si distinguono a seconda della loro natura reale od obbligatoria<sup>269</sup>. L'impugnazione della delibera assembleare di fusione – secondo la disciplina generale prevista dall'art 2377 c.c. - e l'opposizione dei creditori – di cui agli art 2503 e 2503 *bis* – sono i due rimedi riconosciuti agli azionisti di minoranza e ai creditori, aventi natura reale, ovvero aventi capacità di incidere sulla stessa realizzabilità della fusione. Tali rimedi vengono esercitati nel

---

Aa.Vv., Il nuovo diritto societario. Atti del XXXVIII Congresso Nazionale del Notariato, Bologna 8-11 ottobre 2000, Roma, 2000, p. 1190.

<sup>268</sup> In argomento, F. MARASCO, "Leveraged" e "management" buy out: operazioni lecite, operazioni in frode e funzioni del notaio, Notariato, 1996, p. 178.

<sup>269</sup> G. GUERRIERI, La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 341, afferma che " in tema di delibere assembleari, ove prima del d.lgs. n. 6 del 2003 la legge prevedeva unicamente mezzi di tutela reale ( eccezione fatta per l'art 2504 *quater*), si sta sempre più affermando la tutela risarcitoria; al contrario, in materia di operato degli amministratori, mentre prima della riforma la legge accordava espressamente solo rimedi risarcitori ( con l'unica eccezione del vecchio art 2391 c.c. per l'ipotesi di conflitto degli amministratori), ora è prevista anche una disciplina dell'impugnazione".

momento intercorrente tra la deliberazione di fusione e l'ultima iscrizione dell'atto di fusione, come indicata dall'art 2504 *quater* comma 1° c.c., nel rispetto degli obblighi pubblicitari previsti dall'art 2504 *quater*, comma 2° c.c. Oltre tale termine si applica la tutela incentrata meramente sul risarcimento del danno<sup>270</sup>.

In modo improprio, possono essere annoverati tra gli strumenti di tutela anche i c.d. rimedi preventivi, cioè le attribuzioni del diritto di liquidazione della quota del socio di minoranza<sup>271</sup>.

## 2.1. I RIMEDI REALI

### 2.1.1. IMPUGNAZIONE DELLA DELIBERA DI FUSIONE

I soci delle società partecipanti all'operazione di MLBO, nei casi legislativamente previsti, possono impugnare la delibera di fusione. La disciplina della fusione prevede, infatti, che i soci delle società partecipanti alla fusione assumano la propria decisione sulla base di un'articolata documentazione informativa. Una volta deliberata la fusione e prima che sia eseguita l'iscrizione nel Registro delle imprese, ai soci – qualora siano assenti, dissenzienti o astenuti – è riconosciuta la facoltà di impugnare la delibera di fusione ai sensi dell'art 2377 c.c. La delibera potrà, infatti, essere impugnata per violazione della normativa di cui all'art 2501 *bis*, cioè per la non conformità della documentazione di corredo della fusione

---

<sup>270</sup> Cassazione, 1 giugno 2012, n. 8864, in *Massimario Giurisprudenza commerciale*, 2012, 6, Afferma che “ in tema di fusione tra società, la preclusione della declaratoria di invalidità dell'atto di fusione, sancita dall'art 2504 *quater* c.c. quale effetto dell'iscrizione nel registro delle imprese, tutela l'affidamento dei terzi e la certezza dei traffici, sicché, quando l'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese sia avvenuta in base ad una sequenza procedimentale priva di riconoscibili anomalie esteriori, l'inesistenza giuridica di una delle delibere assembleari propedeutiche alla fusione, nei limiti in cui essa possa essere ipotizzata, non determina l'inesistenza giuridica dell'atto di fusione”.

<sup>271</sup> L. ARDIZZONE, *Sub art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI E L. A. BIANCHI, Milano, 2006, p. 523.

richiesta dall'articolo di cui sopra. Di contro, una volta eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione nel Registro delle imprese, anche in caso di violazione delle prescrizioni di MLBO contenute nell'art 2501 *bis* c.c., l'invalidità dell'atto di fusione non può più essere pronunciata (art 2504 *quater*, comma 1°, c.c.) con la conseguenza che, da quel momento, la tutela degli interessi eventualmente pregiudicati dalla fusione si trasferisce dal piano "reale" dell'invalidità a quello obbligatorio del rimedio risarcitorio.

Il legislatore della riforma del 2003 è intervenuto in modo incisivo sugli art 2377 e 2378 c.c. In presenza di una causa di invalidità di cui all'art 2377 c.c. la qualità di socio è elemento necessario ma non sufficiente al fine della legittimazione all'impugnativa. Quest'ultima è infatti attribuita ai soli soci assenti, dissenzienti ed astenuti: è necessario che il socio non abbia manifestato il suo consenso all'approvazione della decisione. In relazione alla legittimazione dei soci si pone il problema se sia comunque necessaria l'esistenza di uno specifico interesse ad agire o se esso derivi *ex se* dalla loro qualità. Diffusa in argomento è l'impostazione secondo la quale l'interesse ad agire, nel caso in esame, sarebbe in *re ipsa* tuttavia, in senso opposto a tale orientamento, si è espressa la giurisprudenza<sup>272</sup> per la quale il solo elemento della legittimazione non è sufficiente per esercitare l'azione in quanto deve sussistere uno specifico interesse ad agire. Nel solco di questa impostazione si è passati dalla necessità di prospettare una lesione di interesse patrimoniale cui riferire la concretezza e attualità dell'interesse ad agire<sup>273</sup> al ritenere sufficiente un pregiudizio di altra natura purché attinente alla sfera dei diritti connessi alla posizione del socio. Tra questi sono emersi il diritto ad una completa, veritiera e corretta

---

<sup>272</sup> App. Milano, 10 ottobre 2006, in Corr. Merito., 2007, 3, p. 301; Tribunale di Spoleto, 6 marzo 2000, Società, 2000, 7, p. 852.

<sup>273</sup> A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, p. 239.

informazione, nonché il diritto ad una corretta gestione dell'organo societario. Di conseguenza, mancherebbe l'interesse ad agire solo nel caso in cui non vi sia alcun effetto utile derivante, neppure indirettamente, dal provvedimento di annullamento o quando gli effetti dell'atto sono divenuti immodificabili giuridicamente, essendo possibile in tal caso solo il risarcimento. La legittimazione dei soci all'impugnazione delle delibere incontra un limite ancor più significativo nella previsione di soglie quantitative di partecipazione azionaria, in assenza delle quali non è possibile ottenere l'annullamento della deliberazione. L'art 2377, comma 3, c.c. prevede infatti che il socio sia in possesso, anche congiuntamente ad altri soci, di azioni che rappresentino almeno l'uno per mille del capitale sociale (nel caso di società quotate) o del 5 per cento<sup>274</sup>. La soluzione adottata dal legislatore rappresenta una delle più importanti manifestazioni della scelta, che caratterizza la riforma del diritto societario, di restringere lo spazio di tutela reale riservato alle minoranze e di sostituire siffatto tipo di protezione con una tutela di carattere obbligatorio<sup>275</sup>: la norma, infatti, dispone che i soci non legittimati a proporre l'impugnativa hanno diritto al risarcimento del danno loro cagionato dalla non conformità della delibera alla legge allo statuto. La scelta del legislatore appare quindi contrassegnata da una prioritaria attenzione verso l'efficienza dell'attività sociale – cioè nella certezza dei rapporti giuridici e nell'ottica di salvaguardare la "funzionalità e la

---

<sup>274</sup> Il limite del possesso azionario minimo non è applicabile alle società a responsabilità limitata poiché l'art 2479 *ter*, comma 6, c.c. a proposito dell'invalidità delle decisioni dei soci richiama esclusivamente i commi 4, 6 e 7 dell'art 2377 c.c.

<sup>275</sup> La relazione ministeriale chiariva, infatti, che il limite all'esercizio dell'azione reale rapportato al possesso di una quota qualificata di capitale sociale e la previsione di una forma di tutela obbligatoria sostitutiva, hanno trovato ragion d'essere nell'esigenza di "ovviare all'inconveniente (...) di impugnative ispirate da intenti meramente ricattatori".

certezza dell'attività sociale"<sup>276</sup> - rispetto alle pur fondamentali esigenze di legalità.

L'interesse sotteso all'impugnazione è stato un tema dibattuto in dottrina: alcuni ritenevano che l'azione in discorso fosse diretta a proteggere l'interesse stesso della società<sup>277</sup> mentre altri affermarono che l'interesse tutelato è quello del singolo socio .

### 2.1.2. L'OPPOSIZIONE DEI CREDITORI

La fusione può pregiudicare la posizione dei creditori sotto due distinti profili <sup>278</sup>:

- La fusione incide sul rapporto tra debiti e mezzi propri (che misura la solidità patrimoniale della società) e riduce, quindi, i mezzi propri che costituiscono la garanzia patrimoniale generica dei creditori della società bersaglio;
- La fusione determina una riallocazione del rischio di impresa, rendendone partecipi anche i creditori della *target* che prima ne erano estranei.

Il primo rimedio reale che viene in considerazione a questo riguardo è l'opposizione dei creditori alla fusione (art 2503 c.c.). L'opposizione è

---

<sup>276</sup> Tale criterio è stato indicato dall'art. 4, lett. B, della legge delega 366/2001, come criterio base cui la riforma in materia di invalidità delle delibere assembleari si sarebbe dovuta ispirare. Riguardo i presunti profili di incostituzionalità dell'art 2377, comma 3, per violazione dell'art 3 e 24 Cost. si rinvia a **A. NIGRO**, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, Rivista delle società, 2004, p. 889; contra si veda, **A. SCALA**, *Profili processuali dei nuovi art 2377 e 2378 in tema di impugnazione delle delibere assembleari invalide*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da P. ABBADESSA e G. B. PORTALE, Torino, 2007, 2, p. 266.

<sup>277</sup> In questo senso, **C. ANGELICI**, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, Giurisprudenza commerciale, 1991, I, p. 681 e ss; **F. GUERRERA**, *La responsabilità deliberativa nelle società di capitali*, GIAPPICHELLI, Torino, 2004, p. 208.

<sup>278</sup> **S. CACCHI – PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 17.

infatti lo strumento di tutela tipico degli interessi dei creditori, con il quale chiunque vanti, a qualunque titolo<sup>279</sup>, ragioni di credito verso una delle società può sospendere l'attuazione della fusione e, ricorrendone i presupposti, impedirne del tutto. Per tale motivo l'art 2503 c.c. prevede che l'attuazione della fusione può avere luogo solo dopo sessanta giorni (trenta, se alla fusione non partecipano società azionarie) dall'ultima iscrizione presso i competenti uffici del registro delle imprese delle deliberazioni di approvazione della fusione : durante tale periodo i creditori sociali possono proporre opposizione.

Per comprendere la *ratio* della disposizione in esame bisogna riflettere sul fatto che i creditori, pur vantando un titolo di credito nei confronti delle società, sono ad essa estranei: la fusione viene progettata, deliberata e attuata dagli amministratori e dai soci delle società. Il patrimonio di ciascuna società costituisce, per i creditori della medesima, garanzia patrimoniale del loro soddisfacimento mentre la fusione comporta la commistione dei patrimoni delle società partecipanti e, conseguentemente, il concorso tra i creditori della prima e della seconda società che fa nascere quindi il pericolo che le probabilità di essere soddisfatti diminuiscano <sup>280</sup>.

---

<sup>279</sup> **S. CACCHI – PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 115 “ l'opposizione spetta non solo a chi sia titolare di un credito liquido ed esigibile, ma a chiunque vanti, a qualunque titolo, una ragione di credito. Il termine “creditori” di cui all'art 2503, infatti, va inteso in senso ampio”; si veda anche **F. FIMMANO'**, *Fusione, forma ed effetti dell'opposizione alla fusione*, in nota a Tribunale di Milano, 27 ottobre 1997, in Società, 1997, p. 433, che ritiene rientrano nei creditori anche i titolari di crediti sottoposti a termine o condizione; **L. LAMBERTINI**, *Commento all'art 2503*, in La riforma del diritto societario, a cura di G. LO CASCIO, Milano, 2004, p. 469.

<sup>280</sup> **V. SANGIOVANNI**, *La fusione di società e l'opposizione dei creditori*, Contratto e impresa, n.6, 2010, p. 1360.



L'art 2503 c.c. riconosce il diritto di opposizione solo ai creditori sorti prima dei termini previsti dall'art 2501 *ter* c.c.<sup>281</sup>, ossia prima della pubblicazione del progetto di fusione e, quindi, non anche a coloro i quali abbiano acquisito un credito verso la società nell'arco di tempo intercorrente tra la pubblicazione del progetto e lo stesso atto di fusione. Si presume, infatti, che i soggetti titolari di crediti successivi a tale momento abbiano avuto conoscenza dell'operazione<sup>282</sup>. L'effetto preclusivo del decorso del termine non significa affatto che il credito venga meno: il credito dovrà essere fatto valere, secondo le normali regole, nei confronti della società risultante dalla fusione.

Al fine di rafforzare la tutela offerta ai creditori, la norma in commento dispone che al termine di sessanta giorni non si possa derogare se non in presenza di ipotesi tassative, espressamente indicate e cioè, quando, alternativamente:

- Sussista il consenso di tutti i creditori anteriori alla pubblicazione del progetto di fusione.
- Sia avvenuto il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso alla riduzione del termine.
- Sia stato effettuato il deposito delle somme corrispondenti ai crediti presso un istituto bancario.
- La relazione degli esperti, di cui all'art 2501 *sexies* c.c., sia stata redatta per tutte le società partecipanti alla fusione dalla stessa società di revisione che affermi, sotto la propria responsabilità, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti

---

<sup>281</sup> V. SANGIOVANNI, in *La fusione di società e l'opposizione dei creditori*, Contratto e impresa, n. 6, 2010, p. 1360, afferma che " si tratta di creditori che facevano affidamento sulla solidità patrimoniale della società con cui hanno contratto".

<sup>282</sup> In questo senso, E. CIVERRA, *Le operazioni di fusione e scissione*, IPSOA, 2003, p. 113; R. SANTAGATA, *Le fusioni*, in Trattato a cura di COLOMBO - PORTALE, 7, 1, Torino, 2004, p. 491.

alla fusione sia tale da non rendere necessarie le garanzie previste a tutela dei creditori<sup>283</sup>. Vi è allora da chiedersi cosa succeda qualora la dichiarazione degli esperti non corrisponda a verità. Per questi casi gli esperti sono tenuti a risarcire il danno patito dei creditori. I creditori hanno difatti fatto affidamento sulla situazione patrimoniale e finanziaria della società verificata dagli esperti. La presenza della loro relazione ha impedito di fare opposizione. Se, successivamente, risulta che la società risultante dalla fusione non è in grado di onorare i debiti verso i creditori, questi possono rivolgersi agli esperti e cercare di far valere la loro negligenza<sup>284</sup>. Il rischio conseguente alla dichiarazione rilasciata dalla società di revisione è enorme ed è dunque improbabile che questa fattispecie ricorra con frequenza nella prassi.

Ma cosa intende la legge con “fare opposizione”? In passato si dibatteva in particolare se l’opposizione consistesse semplicemente nell’esprimere il proprio dissenso rispetto alla fusione oppure se fosse necessario agire in giudizio<sup>285</sup>.

---

<sup>283</sup> Il riferimento alle “garanzie a tutela dei creditori” va inteso in senso ampio: ciò che la società di revisione deve valutare è se la fusione, tenendo conto della situazione patrimoniale e finanziaria delle società che vi partecipano, possa o meno recare un pregiudizio alle ragioni dei creditori, in questo senso si veda **S. CACCHI-PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 173; **O. CAGNASSO**, *Commento all’art 2503, il nuovo diritto societario*, commentario diretto da G. COTTINO, Bologna, 2003, p. 233.

<sup>284</sup> In questo senso, **V. SANGIOVANNI**, *Fusione di società e opposizione dei creditori*, *Contratto e impresa*, n. 6, 2010, p. 1359.

<sup>285</sup> Il dato normativo non specifica se l’opposizione debba avvenire in forma giudiziale vista anche l’abrogazione dell’art 33, d.lgs. 5/2003, il cui tenore letterale faceva propendere per la proposizione di un ricorso al tribunale della sede della società debitrice, in tal senso di veda Tribunale di Milano, 27 ottobre 1997, in *Società*, 1998, p. 433 con nota di FIMMANO’. In senso contrario, si veda **R. SANTAGATA**, *Le fusioni*, Trattato a cura di COLOMBO e PORTALE, 7, 1, Torino, 2004, p. 527; **R. ORIANI**, *L’opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei mezzi di conservazione della garanzia*

La prima tesi si fonda sulla circostanza che il legislatore non richiede forme particolari per l'espressione della volontà del creditore: atteso il principio di libertà delle forme, secondo questa interpretazione non è necessaria la forma scritta, ancor meno un'azione in giudizio<sup>286</sup>. In difformità da questa opinione, si deve tuttavia ritenere che l'opposizione vada presentata per vie giudiziarie. In questo senso milita la circostanza che l'art. 2503, comma 2°, c.c., rinvia all'art. 2445, comma 4°, c.c., e questa disposizione fa riferimento a un procedimento giudiziario. Ne consegue che l'opposizione dei creditori va presentata con un'azione in giudizio<sup>287</sup>. L'art. 2445, comma 4°, c.c., prevede che "il tribunale, quando ritenga infondato il pericolo di pregiudizio per i creditori oppure la società abbia prestato idonea garanzia, dispone che l'operazione abbia luogo nonostante l'opposizione". Per comprendere il significato di questa disposizione è necessario collocarla nel suo esatto contesto: si tratta di una norma dettata in materia di riduzione del capitale sociale. La riduzione del capitale

---

*patrimoniale*, GIUFFRÈ, Milano, 2011, che reputano sufficiente anche una semplice dichiarazione indirizzata alla società, con conseguenza che sarà quest'ultima a dover agire in giudizio per rimuovere l'impedimento alla fusione. In Giurisprudenza Tribunale di Brescia, 16 gennaio 2006, in *Notariato*, 2006, p. 134; Tribunale di Milano, 10 marzo 2005, in *Foro italiano*, 2005, I, p. 2593 che ammette la proponibilità dell'opposizione anche in via stragiudiziale.

<sup>286</sup> Si veda, G. FERRI, *Fusione di società*. I. Diritto commerciale, voce dell'Enciclopedia giuridica Treccani, vol. XVI, 1989, p. 3; M. S. RICHTER Jr., *Opposizione dei creditori alla fusione e sospensione feriale dei termini: un parere*.

<sup>287</sup> In questo senso si è espresso il Tribunale di Roma, decr., 18 dicembre 2008, in *Foro italiano*, 2009, I, c. 2861 e ss, con nota di O. DESIATO, affermando che l'opposizione dei creditori (la prospettiva non cambia anche se, nel caso di specie, si trattava di scissione) ha natura giudiziale e può essere proposta nelle forme del processo ordinario di cognizione ovvero in quelle del procedimento camerale nei confronti di più parti<sup>287</sup>. Già precedentemente il Tribunale di Milano, 13 febbraio 2007, in [www.dejure.giuffre.it](http://www.dejure.giuffre.it), aveva affermato, seppure solo in via incidentale, che l'opposizione dei creditori alla fusione è un'azione di natura contenziosa<sup>287</sup>. Il Tribunale di Brescia, 16 gennaio 2006, in *Notariato*, 2006, p. 134 e ss, con nota di NIGRO, a sua volta, ha deciso (in materia di scissione, ma il ragionamento è applicabile anche alla fusione) che dalla riforma del diritto societario non è desumibile che le opposizioni dei creditori ex art. 2503 c.c. debbano o possano essere proposte stragiudizialmente<sup>287</sup>.

sociale può risultare pregiudizievole per i creditori che, nel trattare con la società, hanno fatto affidamento sulla sua consistenza patrimoniale. Il legislatore consente sì di ridurre il capitale sociale, purché tale operazione non faccia venir meno le dovute garanzie per i creditori. Conseguentemente l'art. 2445, comma 3°, c.c., prevede un meccanismo analogo a quello che stiamo esaminando con riferimento alla fusione: la deliberazione di riduzione del capitale "può essere eseguita soltanto dopo novanta giorni dal giorno dell'iscrizione nel registro delle imprese, purché entro questo termine nessun creditore sociale anteriore all'iscrizione abbia fatto opposizione". La *ratio* delle disposizioni è identica: tutelare i creditori sociali evitando che determinate operazioni (fusione e riduzione del capitale sociale) incidano negativamente sulle loro aspettative di soddisfazione. L'art. 2503, comma 2°, c.c. richiama dunque integralmente l'art. 2445, comma 4°, c.c.

Bisogna chiedersi, ora, quali siano le conseguenze della presentazione di una (o più) opposizioni dei creditori. L'opposizione paralizza l'operazione di fusione nel suo complesso (e non solo con riferimento al creditore opponente) fino a quando si giunga a una decisione definitiva in merito all'opposizione medesima. Questo effetto così gravoso si presta però a possibili comportamenti ostruzionistici dei creditori. Un creditore anche di una piccola somma potrebbe, sollevando opposizione, bloccare una significativa operazione per un lungo periodo di tempo. Soprattutto nei casi in cui l'opposizione appare *prima facie* infondata, non vi sarebbe un rapporto di congrua proporzionalità fra la – pur dovuta – tutela dell'interesse del creditore e l'interesse di tutti gli altri soggetti coinvolti a che l'operazione di fusione si perfezioni. La legge prevede dunque dei meccanismi per risolvere la situazione di stallo. Vi sono difatti due

situazioni in cui è consentito che l'operazione di fusione abbia luogo nonostante l'opposizione dei creditori. Il primo caso in cui la fusione ha luogo nonostante l'opposizione dei creditori si realizza quando il tribunale ritenga infondato il pericolo di pregiudizio. Il concetto di pregiudizio per i creditori fondante le opposizioni è questione tradizionalmente dibattuta. Occorre innanzitutto individuare il punto di vista dal quale analizzare l'operazione; è controverso se il pregiudizio rilevante per l'accoglimento dell'azione debba riguardare il singolo creditore opponente o la generalità dei creditori. L'opinione maggioritaria, abbandonata la tesi più risalente dell'immodificabilità dell'assetto della società senza il consenso del creditore<sup>288</sup>, attribuisce all'opposizione natura di rimedio individuale e ne identifica il fondamento nel pregiudizio arrecato dalla fusione alle ragioni dei creditori. All'interno di tale orientamento si suole distinguere tra chi afferma che l'opposizione sia un rimedio volto ad impedire l'esecuzione di un atto dispositivo del patrimonio del debitore per tutelare l'interesse del creditore alla soddisfazione coattiva del debito<sup>289</sup>, in un ottica di conservazione della garanzia patrimoniale generica ex art 2740 e chi, invece, imposta il problema in termini reddituali e configura la *ratio* dell'opposizione nella conservazione della c.d. garanzia commerciale, consistente nell'incapacità dell'impresa debitrice di dare regolare e spontanea esecuzione al rapporto giuridico<sup>290</sup>. Un terzo orientamento<sup>291</sup>,

---

<sup>288</sup> Si veda **M. GHIDINI**, *Società personali*, Padova, 1972, p. 984 e ss; **G. CABRAS**, *Le opposizioni dei creditori*, Milano, 1978, p. 94 e ss.

<sup>289</sup> In questo senso, **V. SALAFIA**, *La fusione delle società commerciali*. Introduzione, Società, 1986, p. 984; **G. FERRI**, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. ANGELICI e G. B. FERRI, Torino, 1993, p. 511. In questo senso si veda, **G. FERRI Jr**, *Modificabilità e modificazioni del progetto di fusione*, 1998, p. 27; **M. PERRINO**, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, *Rivista delle società*, 2003, p. 507.

<sup>290</sup> **G. CABRAS**, *Le opposizioni dei creditori*, Milano, 1978, p. 105. **G. TANTINI**, *Trasformazione e fusione delle società*, in Trattato Galgano, Padova, 1985, VIII, p. 329; **S. CACCHI – PESSANI**, *Sub art 2503*, in Commentario MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI, Milano, 2006, p. 761 e ss.

infine, propone una ricostruzione intermedia secondo cui il pregiudizio da fusione va valutato in termini patrimoniali e nel contempo, in una prospettiva di medio – lungo periodo, in chiave dinamica o reddituale. In tutte le impostazioni sopra considerate, tuttavia, l’opposizione lascia la violazione dell’art 2501 *bis* c.c. priva di un effettiva sanzione perché non offre ai creditori la possibilità di sindacare in giudizio la ragionevolezza delle previsioni relative alla sostenibilità dell’operazione di MLBO e la violazione delle disposizioni dell’art 2501 *bis* c.c. Seguendo l’impostazione prevalente in dottrina, i creditori sarebbero tutelati solamente sotto il profilo patrimoniale e non anche sotto il profilo economico – finanziario. Deve inoltre darsi conto di un più recente approccio secondo cui il fondamento dell’opposizione, e quindi il presupposto per il suo accoglimento, non può ricondursi ad un generico pregiudizio economico dei creditori ma richiede la violazione di norme che regolano la fusione anche (o solo) nell’interesse dei creditori, e quindi la lesione di interessi cui l’ordinamento, prima e fuori dell’opposizione, riconosce rilevanza e tutela giuridica<sup>292</sup>. Tale valutazione implica un giudizio di merito sulla capacità della società di far fronte, in futuro, ai propri debiti. Correttamente la legge parla pertanto di “pericolo” di pregiudizio e non di “pregiudizio” vero e proprio, attuale: nel momento in cui viene presa la decisione, il pericolo è solo potenziale e si potrà concretizzare in futuro nel caso il patrimonio della società sia insufficiente. Il fondamento dell’opposizione è costituito, in definitiva, dalla violazione di quei limiti all’autonomia della società debitrice, e al potere dispositivo dei soci, di attuare la fusione, che

---

<sup>291</sup> C. SANTAGATA, *Le fusioni*, Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, VIII, 1, 2004, p. 518.

<sup>292</sup> S. CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 113 e ss.

la legge pone prima e fuori dell'operazione, nell'interesse dei creditori collettivamente considerati. Il creditore opponente deve cercare di dimostrare che la società risultante dalla fusione non dispone di risorse sufficienti per garantire il pagamento del suo credito. Alla società resistente è però concesso di provare il contrario. Spetta al giudice la decisione definitiva in merito. Se la società risulta in grado di pagare il debito, non vi sono ragioni per bloccare l'operazione di fusione.

Su questo aspetto emergono due profili dell'istituto atteso che le opposizioni si caratterizzano per una doppia natura sostanziale e processuale: in chiave sostanziale l'istituto mira a responsabilizzare i soci e gli amministratori in merito ad operazioni potenzialmente pregiudizievoli per i creditori e quindi, innescando un controllo giudiziale su un atto avente rilievo organizzativo, opera quale strumento di tutela e prevenzione della generalità dei creditori e del mercato. Tale sindacato avviene però in un processo di cognizione soggetto ad impulso di parte che può concludersi anche successivamente alla soddisfazione del credito pregiudicato dalla fusione. Quindi, concludere che il giudice deve valutare solamente il pericolo di pregiudizio per l'opponente e non per i creditori in generale sembra una forzatura e non va condiviso <sup>293</sup>. Nel caso in cui il tribunale autorizzi la fusione senza prestazione di garanzia, si pone il problema di capire cosa succeda se, in difformità dalle previsioni effettuate, il patrimonio della società risultante dalla fusione non sia sufficiente a soddisfare i creditori. A parte il caso-limite della responsabilità del giudice, i creditori possono far valere la responsabilità degli amministratori delle società coinvolte. Nel caso specifico della s.r.l.,

---

<sup>293</sup> A confutazione della tesi secondo cui l'opposizione alla fusione integra un rimedio individuale, si rinvia alle argomentazioni sviluppate da **S. CACCHI – PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 118 e ss.

si potrebbe poi far valere la responsabilità dei soci ai sensi dell'art. 2476, comma 7°, c.c.<sup>294</sup>.

La seconda fattispecie in cui il procedimento di fusione procede nonostante la presentazione dell'opposizione da parte di uno o più creditori si ha quando la società ha prestato idonea garanzia <sup>295</sup>. In questa ipotesi i creditori non vengono soddisfatti immediatamente dalla società, ma la società mette a disposizione le risorse per soddisfarli. La situazione non è identica per i creditori (un conto è l'adempimento, un altro conto è l'aspettativa, per quanto fondata, di un adempimento futuro), tuttavia il legislatore reputa sufficiente la prestazione di un'idonea garanzia affinché la fusione possa aver luogo. Si noti che, mentre la fusione può essere anticipata solo quando la "garanzia" consista nel deposito delle somme corrispondenti presso una banca (in questo senso dispone espressamente l'art. 2503, comma 1°, c.c.), in questo diverso contesto – di opposizione già presentata – la legge non indica in cosa debba consistere la garanzia. Essendoci difatti in questa fase l'intervento del giudice, questi potrà valutare il tipo e la consistenza della garanzia e decidere in merito con maggiore flessibilità di quanto possa avvenire prima del suo intervento (fase precedente in cui il rapporto si gioca esclusivamente sul piano società-creditore e in cui spesso non ci sono margini realistici per una negoziazione). La garanzia, peraltro, secondo parte della dottrina, non deve essere tale da soddisfare tutti i creditori, ma solo (e tutti) quelli che

---

<sup>294</sup> Sulla corresponsabilità dei soci cfr. **V. SANGIOVANNI**, *Responsabilità degli amministratori e corresponsabilità dei soci nella s.r.l.*, Danno e responsabilità, 2008, p. 13 ss.; **A. ZANARDO**, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci "cogestori": luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, Rivista delle società, 2009, p. 498 ss.

<sup>295</sup> **E. CIVERRA**, *Le operazioni di fusione e scissione*, 2003, p. 118; **M. PERRINO**, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista delle società, 2003, p. 526.



hanno fatto opposizione<sup>296</sup>. La legge prevede inoltre, a ragione, che la garanzia debba essere “idonea”. Al riguardo, come si è già accennato, spetta al tribunale ogni valutazione. Se la garanzia non viene prestata oppure non viene ritenuta idonea dal tribunale, la fusione non può essere attuata. Si torna all’effetto generale per cui la presentazione di opposizioni è idonea a bloccare il procedimento di fusione.

I due presupposti appena illustrati (infondatezza del pericolo di pregiudizio oppure prestazione di idonea garanzia), che consentono di attuare la fusione nonostante l’opposizione, sono previsti dalla legge in via alternativa (e non cumulativa). Ciò significa che il tribunale “deve” dare il via-libera alla fusione anche in assenza di idonea garanzia quando si convinca che comunque non vi sia pericolo di pregiudizio per i creditori. Allo stesso modo, se la garanzia viene prestata, il tribunale “deve” consentire l’attuazione della fusione (anche perché, grazie alla garanzia, sparisce il pericolo di pregiudizio). Si tratta di disposizioni che evidenziano come l’interesse alla realizzazione della fusione debba prevalere rispetto all’interesse dei creditori, almeno nei casi in cui è ragionevole confidare che i creditori otterranno comunque soddisfazione. Il tribunale, una volta deciso sull’attuazione della fusione, passa a conoscere del merito della questione. Il giudizio di opposizione serve ad

---

<sup>296</sup> Tale considerazione muove dall’assunto che il fondamento dell’opposizione è il pregiudizio arrecato dalla fusione alle ragioni dei creditori. In questo senso, **M. PERRINO**, *Commento all’art 2503*, in *Società di capitali*, Commentario a cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D’ALCONTRES, Napoli, 2004, II, p. 1969; **C. SANTAGATA**, *Le fusioni*, Trattato delle società per azioni, diretto da G.E. COLOMBO e G.B. PORTALE, Torino, VIII, 1, 2004, p. 518. Contra si veda, **S. CACCHI PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 176, secondo cui il provvedimento di attuazione all’esecuzione della fusione in pendenza di opposizione non definisce il giudizio ma è solamente un provvedimento “cautelare” aggiungendo, inoltre, che “ la norma in esame conferma la natura collettiva (...) dell’opposizione. L’art 2445, ultimo comma, infatti, riferisce il pericolo di pregiudizio non alle ragioni del singolo creditore opponente ma a quelle dei creditori”.

accertare se il patrimonio della società risultante dalla fusione sia sufficiente a soddisfare i creditori. Al riguardo il calcolo deve essere fatto non sul credito dell'opponente (o degli opposenti), che rappresenta comunque solo una porzione dei crediti complessivi vantati nei confronti della società. Se il patrimonio della società risulta sufficiente, l'opposizione viene rigettata: il creditore non ha ragione di temere per il proprio credito, che verrà soddisfatto e la fusione può completarsi. Nel caso opposto (il patrimonio non è sufficiente per soddisfare tutti i creditori), l'opposizione viene accolta e, conseguentemente, la fusione non può essere attuata. L'accoglimento dell'opposizione dei creditori, una volta che il tribunale ha autorizzato la fusione, non è più in grado di bloccare la fusione (ormai già realizzatasi con l'atto di fusione) né d'invalidare l'atto di fusione che è stato nel frattempo stipulato. Opera difatti il divieto *ex lege* di pronunciare l'invalidità: "eseguite le iscrizioni dell'atto di fusione a norma del secondo comma dell'articolo 2504, l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata" (art 2504 *quater*, comma 1°, c.c.). Rimane però ferma la possibilità di ottenere il risarcimento del danno: "resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione" (art. 2504 *quater*, comma 2°, c.c.)<sup>297</sup>. Il creditore

---

<sup>297</sup> Fra i contributi che si occupano d'invalidità della fusione e di connesso risarcimento del danno cfr. anzitutto la monografia di **P. BELTRAMI**, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, 2008. V. inoltre **V. AFFERNI**, *Invalità della fusione e riforma delle società di capitale*, Giurisprudenza commerciale, 2009, I, p. 189 ss.; **A. COLAVOLPE**, *In tema di invalidità dell'atto di fusione*, Società, 2008, p. 483 ss.; **M. DI SARLI**, *Commento all'art. 2504-quater*, in *Trasformazione – Fusione – Scissione*, a cura di BIANCHI, Milano, 2006, p. 949 ss.; **M.M. GAETA**, *Commento all'art. 2504-quater*, in *Codice commentato delle s.p.a.*, a cura di FAUCEGLIA – SCHIANO – DI PEPE, 2° vol., Torino, 2007, p. 1791 ss.; **A. GENOVESE**, *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, Rivista delle società, 2007, p. 63 ss.; **G. IERMANO**, *Invalità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in *Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum*, Gian Franco Campobasso, diretto da ABADESSA - PORTALE, 4° vol., Torino, 2007, p. 397 ss.; **L. PARELLA**, *Art. 2504-quater, c.c.: dieci anni di giurisprudenza*, Giurisprudenza commerciale, 2003, I, p. 363 ss.; **V. SALAFIA**, *L'azione di risarcimento del danno prevista dal secondo comma dell'art. 2504-quater c.c.*, Giustizia civile,

che ha fatto opposizione potrebbe dunque chiedere alla società risultante dalla fusione il risarcimento del danno. Tale documento coincide con il suo credito.

Il medesimo potere di opposizione è riconosciuto anche ai possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione ai sensi dell'art 2503 *bis* c.c.

## 2.2. I RIMEDI RISARCITORI

La seconda categoria di rimedi posti a presidio degli interessi dei soggetti lesi è costituita dai mezzi di tutela risarcitoria<sup>298</sup>. L'analisi dei rimedi risarcitori esperibili non può che iniziare dalla norma dettata dall'art 2504 *quater*, comma 2, per cui, una volta iscritto nel registro delle imprese l'atto di fusione, e verificatesi l'effetto "sanante" di ogni pronuncia di invalidità dell'atto, resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione. La norma pone un primo problema, cioè il rapporto esistente tra l'impugnazione della decisione dei soci in ordine alla fusione e l'opposizione, da una parte, e l'azione risarcitoria, dall'altra. Alcuni ritengono<sup>299</sup>, infatti, che la mancata proposizione dell'impugnazione o dell'opposizione nel termine preclude

---

2000, I, p. 549 ss.; V. SANGIOVANNI, *Invaldità della fusione e risarcimento del danno*, Responsabilità civile, 2010, p. 379 ss.; M. TAMBURINI, *Commento all'art. 2504-quater*, in Commentario breve al diritto delle società, a cura di MAFFEI - ALBERTI, Padova, 2007, p. 1209 ss.

<sup>298</sup> Altrettanto può dirsi per i soci danneggiati dall'operazione di fusione. Sul tema si veda, P. LUCARELLI, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompleta*, Rivista delle società, 2004, p. 1388.

<sup>299</sup> In questo senso, G. SCOGNAMIGLIO, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, Riv. Not., 1990, p. 900; A. VICARI, *I conflitti d'interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in Il nuovo diritto delle società, Liber Amicorum, G. F. Campobasso, diretto da ABBADESSA e PORTALE, Torino, 2007, vol. 4, p. 542.

una successiva domanda volta al risarcimento del danno mentre altri<sup>300</sup>, al contrario, ritengono che l'azione di cui all'art 2504 *quater* sia autonoma rispetto all'impugnazione e all'opposizione. Questo problema assume una particolare rilevanza proprio nelle operazioni di *merger leveraged buy out*. Il danno che i creditori possono subire in conseguenza della fusione infatti può manifestarsi in un momento successivo all'attuazione della fusione e quindi alla scadenza dei termini per proporre opposizione<sup>301</sup>. Sembra doversi preferire, quindi, la seconda impostazione perché il primo orientamento non sembra tenere in debita considerazione la diversa funzione e il diverso fondamento dell'opposizione rispetto all'azione risarcitoria e concludere affermando che proprio tali elementi fanno propendere per un'autonomia tra i due rimedi<sup>302</sup>.

La tutela risarcitoria per i soci di minoranza è, invece, prevista dall'art 2377, comma 4, c.c. Tale articolo, in carenza dei requisiti soggettivi ai fini dell'impugnazione della delibera assembleare, prevede che la causa di invalidità si converta in un fatto illecito fonte di responsabilità risarcitoria. Tale strumento, pur nella consonanza circa la natura risarcitoria, si pone su un piano differente dalla tutela prevista dall'art 2504 *quater*, comma 2<sup>303</sup>:

---

<sup>300</sup> **A.R. ADIUTORI**, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000, p. 208.

<sup>301</sup> **S. CACCHI- PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 212.

<sup>302</sup> **S. CACCHI – PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 213, afferma che " l'opposizione si colloca all'interno del procedimento di fusione ed è volta a prevenire la lesione di un interesse giuridicamente rilevante ed ha quindi funzione (...) cautelare. L'azione risarcitoria, invece, è volta a rimediare alle conseguenze dannose di un atto già realizzato e perfetto(...) presuppone che il procedimento di fusione si sia chiuso e si colloca(...) al di fuori di tale procedimento".

<sup>303</sup> Sulle diversità tra i mezzi di tutela risarcitoria di cui agli art 2377, comma 4, e 2504 *quater*, comma 2, si veda, **A. NIGRO**, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, Rivista delle società, 2004, p. 883 - 884.

uno, dettato in sede di impugnazione delle delibere assembleari, è attivabile anche per la sola violazione formale delle regole procedurali di fusione, l'altro, previsto specificamente in tema di fusione, sembra presupporre la concreta verifica della non sostenibilità dell'operazione<sup>304</sup>. Sul piano processuale, inoltre, tale rimedio, a differenza di quanto previsto per la tutela risarcitoria di cui all'art 2504 *quater*, comma 2, c.c. si pone come alternativo alla tutela reale con la conseguenza che la relativa domanda può essere posta in via subordinata rispetto a quella di annullamento<sup>305</sup>, dovendosi però escludere che il socio possa chiedere il risarcimento dei danni, alla stregua di quanto dispone l'art 1227 c.c., che avrebbe potuto evitare attraverso una tempestiva impugnazione<sup>306</sup>.

### 3. LA RESPONSABILITA'

Resta ora da verificare se, e a che titolo e nei confronti di chi, i creditori della *target* possono agire per il risarcimento dei danni in conseguenza di un *merger leveraged buy out* "ingiusto" perché realizzato in violazione dell'art 2501 *bis* c.c.

Legittimati passivi dell'azione risarcitoria sono tutti i soggetti, interni o esterni alla compagine sociale, coinvolti nel procedimento propedeutico alla delibera e nell'esecuzione dell'operazione se e nella misura in cui abbiano concorso al fatto ovvero abbiano violato i propri doveri di diligenza e professionalità nell'esercizio delle rispettive attribuzioni.

---

<sup>304</sup> L. ARDIZZONE, *Sub art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006.p. 529, sul punto si veda anche F. GALGANO – R. GENGHINI, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato Galgano, vol. XXIX, tomo 1, Padova, 2004, p. 548.

<sup>305</sup> G. GUERRIERI, *Sub art 2377 c.c.*, in Commentario MAFFEI - ALBERTI, Padova, 2005, p. 539.

<sup>306</sup> F. D'ALESSANDRO, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, Rivista diritto civile, 2003, I, p. 713.

La responsabilità dei soggetti coinvolti è comunque regolata in modo diverso a seconda dei ruoli ricoperti e del tipo di società. Questa responsabilità è posta a carico degli amministratori (nonché, nei limiti che si diranno, dei sindaci), dell'esperto di cui all'art. 2501 *bis*, 4° comma, c.c. e dei soci che hanno organizzato il *leveraged buy out*<sup>307</sup>.

### 3.1. LA RESPONSABILITA' DELLA SOCIETA'

Legittimato passivo è anzitutto la stessa società risultante dalla fusione<sup>308</sup>. Si discute, al riguardo, circa la natura, il fondamento e i presupposti di tale responsabilità, in considerazione delle diverse opinioni prospettate in dottrina circa la portata dell'art 2504 *quater*, comma 2. Secondo una prima impostazione, secondo cui la norma ha solamente la funzione di chiarire che l'effetto sanante dell'iscrizione dell'atto di fusione non preclude un'azione risarcitoria, la responsabilità della società è riflesso della eventuale responsabilità degli organi sociali e che, come tale, non può prescindere dall'elemento soggettivo della colpa o del dolo degli amministratori<sup>309</sup>. Secondo altro orientamento<sup>310</sup>, invece, l'art 2504 *quater*, comma 2, ha introdotto un'autonoma ipotesi di responsabilità della società, distinta da

---

<sup>307</sup> L. A. MISEROCCHI, *La fusione*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli societari*, a cura di S. ROSSI, Milano, 2003, p. 382.

<sup>308</sup> L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, il diritto privato oggi, a cura di P. CENDON, Milano, GIUFFRÈ, 2014, p. 148 afferma che, "Tale principio si pone quale riflesso dell'art 2504 *bis*, comma 1, c.c. che prevede l'assunzione da parte della società post fusione di tutti i diritti e gli obblighi delle società. La società risultante dalla fusione pertanto risponderà dei danni "per conto" delle società preesistenti".

<sup>309</sup> In questo senso, A. PICCIAU, *Osservazioni sulle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, *Giurisprudenza italiana*, 1991, IV, p. 512; L. PARRELLA, *Art 2504 quater c.c. : dieci anni di giurisprudenza*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, II, p. 381; in giurisprudenza, Tribunale di Genova, 21 dicembre 2000, *Rivista di diritto commerciale*, 2002, II, p. 231; Tribunale di Perugia, 26 aprile 1993, *Giurisprudenza commerciale*, 1995, II, p. 109 con nota di L. STANGHELLINI, *Osservazioni in materia di sindacabilità del rapporto di cambio nella fusione dopo la riforma del 1991*.

<sup>310</sup> In dottrina, C. ANGELICI, *La nullità della fusione*, *Rivista di diritto commerciale*, 1992, I, p. 272; C. SANTAGATA, *Operazioni straordinarie e responsabilità*, *Rivista delle società*, 2004, p. 1530.

quella degli amministratori ed avente natura oggettiva: “ in considerazione dell’arretramento della tutela dei soci e dei creditori verso forme di tutela obbligatoria, il legislatore avrebbe inteso sostituire l’azione di nullità o di annullamento con una “clausola generale di imputazione” (...) di natura indennitaria volta a restaurare l’interesse sacrificato e allocare il peso del danno derivante dalla fusione secondo criteri socialmente ed economicamente giustificabili” <sup>311</sup> . Questo secondo orientamento ha trovato una conferma nel nuovo regime delle impugnazioni e delle azioni di nullità introdotto con la riforma delle società di capitali: la responsabilità della società rappresenta il naturale sviluppo sul piano obbligatorio, dell’azione di impugnazione e per questo ha natura oggettiva<sup>312</sup>. Tuttavia, per confutare tale ricostruzione, è stato sottolineato che la violazione dell’art 2501 *bis* non dà luogo a nullità della deliberazione assembleare, ma solo alla sua annullabilità. Ne deriva che l’eventuale responsabilità della società risultante da fusione per violazione dell’art 2501 *bis* e del principio di ragionevolezza, non opera oggettivamente ed in modo autonomo, ma continua ad essere retta dai principi generali e presuppone, quindi, la responsabilità degli organi sociali <sup>313</sup>.

---

<sup>311</sup> S. CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 215.

<sup>312</sup> Nel senso dell’irrelevanza dell’elemento soggettivo, A. NIGRO, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*, Rivista delle società, 2004, p. 893.

<sup>313</sup> Si veda, S. CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l’art 2501 bis e l’opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 218.

### 3.2 . LA RESPONSABILITA' DEGLI AMMINISTRATORI E DEGLI ALTRI SOGGETTI COINVOLTI

L'art 2501 *bis* pone a carico degli amministratori precisi obblighi informativi relativi all'operazione di LBO. La violazione dei doveri gravanti sugli amministratori delle società partecipanti alla fusione può esporre questi ultimi a responsabilità nei confronti dei creditori<sup>314</sup>. La natura e l'inquadramento normativo della responsabilità degli amministratori per i danni subiti dai soci e dai creditori, in conseguenza di una fusione, sono però controversi. Alcuni hanno sostenuto che l'art 2504 *quater*, comma 2, abbia introdotto una azione di responsabilità individuale degli amministratori<sup>315</sup>, autonoma da quella prevista dall'art 2395 c.c., che ha esteso l'area del danno risarcibile sino a ricomprendervi anche i danni riflessi. Attribuire una simile portata alla disposizione citata ha senso se l'azione risarcitoria "sostituisce", nel sistema di legge, l'azione di impugnazione, all'interno di un processo di progressivo arretramento della tutela dei soci e dei creditori da forme di tutela reali a forme di tutela risarcitorie. Altra dottrina ha invece sottolineato che la riforma del 2003 non ha determinato alcun arretramento della tutela dei soci e dei creditori da bilanciare con la previsione di un'azione risarcitoria autonoma rispetto a quelle già previste dalla legge e, in termini ancora più semplici, ha

---

<sup>314</sup> Sulla responsabilità degli amministratori per violazione dell'art 2501 *bis*, si rinvia a **M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose ( merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004, p. 273; **L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, n. 3, 2003, p. 1450.

<sup>315</sup> **C. SANTAGATA**, *Le fusioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, VII, 1, Torino, 2004, p. 649; **G. IERMANO**, *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum, Gian Franco Campobasso, diretto da ABADESSA - PORTALE, 4° vol., Torino, 2007. P. 425.



sostenuto che non vi è motivo di offrire una tutela maggiore da quella che la legge riconosce, in generale, rispetto ad altre operazioni sociali. 221.

Un'area di non facile definizione sarà quella della responsabilità degli amministratori nel caso di redazione di un piano economico – finanziario irragionevole o redatto non in coerenza con i criteri di prudenza necessari allorquando si elaborano dati prospettici ovvero in violazione dei metodi generalmente accettati nella prassi per la determinazione dei flussi di cassa attesi, e , quindi, con indicazione di risorse finanziarie in realtà insufficienti (in una corretta valutazione *ex ante* ) a rimborsare il debito contratto per l'acquisizione <sup>316</sup>. Secondo quanto dettato dall'art 2394, gli amministratori hanno il dovere di verificare che le valutazioni sulle quali si basano le proiezioni relative alla sostenibilità dell'operazione di fusione siano ragionevoli. Tuttavia, per essere responsabili, non è sufficiente che l'operazione si sia rivelata, *ex post*, insostenibile ma è necessario che abbiano dato attuazione ad un'operazione fondata su previsioni e valutazioni che erano, *ex ante*, irragionevoli <sup>317</sup>. Si pone, però, un problema particolare in tema di onere della prova. Secondo l'opinione dominante in dottrina, la responsabilità degli amministratori ha natura contrattuale: i creditori devono provare che il danno che essi hanno subito è la conseguenza della negativa incidenza dell'operazione sull'equilibrio finanziario ed economico della società e che le previsioni, in funzione delle quali gli amministratori avevano ritenuto sostenibile la fusione, si sono

---

<sup>316</sup> Sulla responsabilità degli amministratori nei confronti dei creditori per false informazioni, si rinvia a **F. BONELLI**, La responsabilità degli amministratori di società per azioni, Giurisprudenza commerciale, 1992, p. 218.

<sup>317</sup> In questo senso, **P. MONTALENTI**, *Commento sub art 2501 bis*, Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I, p. 2321 ; **S. CACCHI – PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 222.

dimostrate errate. Spetterà, poi, agli amministratori dimostrare di aver redatto il piano economico - finanziario secondo criteri di prudenza ovvero che l'operazione si è rivelata insostenibile per circostanze sopravvenute non previste né altrimenti prevedibili *ex ante* usando la diligenza richiesta<sup>318</sup>. Ci si chiede, ora, se i creditori possano o meno agire individualmente ex art 2395. La violazione del dovere di ragionevolezza, nella misura in cui comporta la circolazione di informazioni irragionevoli sulla prevedibile capacità finanziaria della società risultante dalla fusione, è presupposto di un'azione individuale del creditore che, successivamente all'iscrizione del progetto di fusione nel Registro delle imprese, ha intrapreso rapporti con le società partecipanti alla fusione, o con quella che ne è risultata, facendo affidamento sulle informazioni contenute nel progetto di fusione e nelle relazioni degli amministratori<sup>319</sup>. È difficile, invece, riconoscere azione individuale ex art 2395 c.c. a coloro che, al momento dell'iscrizione del progetto nel registro, sono già creditori perché, rispetto a costoro, l'eventuale irragionevolezza delle informazioni relative alla sostenibilità dell'operazione, incide sull'esercizio dell'opposizione.

I vizi sostanziali dei documenti possono invece dipendere da violazione di doveri fiduciari (conflitto d'interessi o altri abusi), da dolo o da negligenza: in questo caso, per gli amministratori di s.p.a. si impone il riferimento alla "natura dell'incarico" ed alle "loro specifiche competenze" (art. 2392, nuovo testo, 1° comma), nonché al dovere di agire in modo informato (art. 2381 c.c.) e di impedire o limitare i pericoli loro noti (art. 2392, 2° comma,

---

<sup>318</sup> S. CACCHI – PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007, p. 225.

<sup>319</sup> Sul punto si veda, C. SANTAGATA, *Le fusioni*, in Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, VII, 1, Torino, 2004, p. 656.

nuovo testo). Nelle società a responsabilità limitata, tuttavia, questi riferimenti sono quasi del tutto mancanti (v. nuovo art. 2476 c.c.), con la conseguenza che si ignora (per adesso) se nelle S.r.l. lo standard di diligenza sia più elevato o meno elevato che nelle società per azioni. Residua, infine, la possibilità che gli amministratori siano chiamanti a rispondere anche penalmente del loro operato qualora le condotte poste in essere in occasione di operazioni di MLBO realizzino le fattispecie incriminate dai novellati art 2628, 2629 e 2634 c.c. rispettivamente in tema di illecite operazioni sulle azioni o quote sociali delle società controllate, operazioni in pregiudizio dei creditori e infedeltà patrimoniale.

Per i sindaci (e i soggetti loro equiparati) resta il rischio di una responsabilità che deriva da un ragionamento ipotetico negativo (art. 2407, 2° comma: essi sono responsabili solidalmente con gli amministratori per i fatti o le omissioni di questi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità degli obblighi della carica). Di certo i sindaci rispondono in caso di omessa predisposizione dei documenti di cui all'art. 2501 *bis* c.c. o di manifesta insufficienza, illogicità o incompletezza delle informazioni dovute. Tuttavia il fatto che i sindaci rispondano per il «rispetto dei principi di corretta amministrazione» può far pensare ad un maggior coinvolgimento dei componenti del collegio sindacale anche nella verifica dell'opportunità dell'operazione e della ragionevolezza delle valutazioni degli amministratori.

Quanto alla responsabilità dei revisori, l'art 15 del d.lgs. n. 39/2010 prevede che il revisore sia responsabile nei confronti della società, dei soci e dei terzi per i danni derivanti dall'inadempimento dei suoi doveri. Gli incaricati del controllo contabile possono essere investiti dalle

responsabilità derivanti da un *merger leveraged buy out* viziato solo indirettamente, vale a dire in quanto, in relazione alle verifiche eventualmente svolte ai sensi del 5° comma dell'art. 2501 *bis* c.c.<sup>320</sup> ovvero (e in questo caso indipendentemente dall'applicazione del comma appena richiamato) in relazione agli effetti della fusione, si rendano inadempienti ai loro doveri di verifica delle scritture contabili e di controllo dei bilanci (art. 2409 *sexies* c.c., nuovo testo)<sup>321</sup>. Un cenno particolare merita la “attestazione” di ragionevolezza da parte degli esperti di cui all'art 2501 *bis*, 4° comma, c.c. : occorre chiedersi se i soci possano derogare alla stessa, e se quindi possano approvare la fusione anche quando manchi tale attestazione, ovvero qualora gli esperti abbiano espressamente dichiarato l'impossibilità di attestare la ragionevolezza delle indicazioni fornite dagli amministratori. Nelle fusioni normali la relazione degli esperti di congruità del rapporto di cambio è derogabile dai soci perché essa si pone nel loro esclusivo interesse<sup>322</sup>e, la giurisprudenza, è altresì orientata a ritenere insindacabile da parte del giudice il rapporto di cambio approvato dalle assemblee, eccetto il caso di illogicità, irragionevolezza e arbitrarietà

---

<sup>320</sup> L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, il diritto privato oggi, a cura di P. CENDON, Milano, GIUFFRÈ, 2014, p. 167, afferma che “In questo caso il revisore o la società di revisione saranno responsabili in solido con gli amministratori perché la responsabilità per il danno causato alla società e ai terzi deriva dal difettoso adempimento dell'obbligo di sorveglianza sulle attività svolte dagli amministratori, che ha portato a mancata cautela nell'esprimere i giudizi richiesti dall'ordinamento sulle operazioni o sui documenti. Dal momento che le operazioni ed i documenti in questione sono predisposti dagli amministratori, il revisore risponderà in concorso con gli stessi”.

<sup>321</sup> Si tratta di responsabilità professionale verso la società, i soci ed i terzi, regolata secondo le norme comuni e secondo lo standard di diligenza previsto per i professionisti dal 2° comma dell'art. 1176 c.c.

<sup>322</sup> In argomento si veda, P. G. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Riv. Not., 1991, p. 34 ; L. A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio*, Milano, 2002, p. 384 ; FERRI Jr., *Modificabilità e modificazione del progetto di fusione*, Milano, 1998, p. 110 e ss; in giurisprudenza, Tribunale di Milano, 12 gennaio 2001, in *Società*, 2001, p. 434, con nota di V. SALAFIA, *Funzione delle relazione dell'esperto indicata nell'art 2501 quinquies c.c.*

della sua determinazione<sup>323</sup>. Quindi, nell'ambito della "ragionevolezza" l'assemblea è sovrana nell'approvare (o meno) il rapporto di cambio proposto dagli amministratori e la relazione degli esperti ha soltanto la funzione di parere qualificato ma non vincolante<sup>324</sup>. Il giudizio di congruità del rapporto di cambio concerne, come detto, un aspetto che appartiene esclusivamente ai soci mentre l'attestazione degli esperti di cui all'art 2501 *bis* c.c. concerne un elemento a protezione non solo dei soci ma anche dei creditori sociali : la sostenibilità del debito. Se manca l'attestazione di ragionevolezza manca, quindi, un elemento fondamentale e, per tale motivo, la delibera di fusione sarà invalida. In merito alla relazione degli esperti, stante il rinvio all'art 2501 *sexies*, trova applicazione il secondo comma della norma laddove prevede la responsabilità civile dell'esperto nei confronti delle società partecipanti alle fusioni, nonché dei loro soci e dei terzi. In altre parole l'esperto dovrebbe risarcire il danno ogni qualvolta le erronee indicazioni o le false attestazioni contenute nella relazione, dovute ad un suo comportamento doloso o colposo, abbiano cagionato loro un pregiudizio<sup>325</sup>.

Per gli amministratori (e i soggetti parificati) la responsabilità può essere contrattuale ed extracontrattuale a seconda dei casi<sup>326</sup> : l'omessa predisposizione dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis* c.c. è responsabilità da inadempimento di un'obbligazione (il cui contenuto è la predisposizione di tali documenti ed il loro tempestivo deposito). Poiché

---

<sup>323</sup> Tribunale di Torino, 15 ottobre 1992, in *Giurisprudenza italiana*, 1993, I, 2, c. 795; Tribunale di Perugia, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, II, p. 109.

<sup>324</sup> Così L. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, *Contratto e impresa*, n. 3, 2003, p. 1448.

<sup>325</sup> Quanto alla responsabilità penale degli esperti, è fatto poi espresso richiamo all'art 64 c.p.c. in tema di responsabilità del consulente tecnico.

<sup>326</sup> Sul punto si veda F. BONELLI, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, *Giurisprudenza commerciale*, 1992, p. 208.

l'inadempimento di quest'obbligazione non può che essere volontario, la responsabilità si estende anche ai danni imprevedibili che ne derivino (art. 1225 c.c.).

Uno dei temi più dibattuti riguarda la legittimazione passiva del socio di maggioranza. Naturalmente la responsabilità del socio presuppone un contributo causale dello stesso<sup>327</sup>: perciò il socio non di controllo, o che non partecipa al controllo almeno in forma di controllo congiunto, è di regola estraneo alla responsabilità per il danno anche se abbia votato a favore della fusione ed anche se il suo voto sia stato decisivo. Il danno infatti non è il frutto della fusione, ma della insincerità, falsità, erroneità del piano dell'operazione, sulla quale il socio non di controllo normalmente non può influire. La via per la quale la dottrina è giunta ad ammettere tale legittimazione è quella della violazione dei principi di buona fede<sup>328</sup>: una verifica caso per caso alla luce del contesto in cui l'operazione è stata attuata<sup>329</sup>.

In tutti i casi esaminati sembra doveroso segnalare il rischio che la violazione delle obbligazioni gravanti sui soggetti "attivi" nell'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, sia desunta, alquanto meccanicamente, dall'esito infausto del *leveraged buy out*, quando all'operazione faccia seguito il fallimento dell'impresa. Si tratterebbe

---

<sup>327</sup>La responsabilità dei soci deriva dal principio generale di responsabilità "per fatto proprio".

<sup>328</sup> R. SANTAGATA, *Le Fusioni*, Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. COLOMBO e G.B. PORTALE, vol. 7, I, Torino, 2004, p. 1520, afferma che "la clausola di correttezza e buona fede (...) nei rapporti fra i soci costituirebbe specifico criterio d'imputabilità, rendendo autonoma l'obbligazione risarcitoria del socio di controllo rispetto a quella della società"; nello stesso senso si vedano, A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004, p. 367. In giurisprudenza si veda Tribunale di Milano (Appello), 10 marzo 1995, in *Società*, 1995, p. 1437.

<sup>329</sup> L. MULA, *I soci nelle operazioni straordinarie*, il diritto privato oggi, a cura di P. CENDON, Milano, GIUFFRÈ, 2014, p. 150.

peraltro di uno sviluppo assai poco augurabile, sia per l'evidente iniquità che in tal modo verrebbero a soffrire i singoli (che verrebbero condannati in base ad un ragionamento *ex post*) sia per gli effetti perversi che si determinerebbero in pratica a livello di sistema giuridico in generale.

## CONCLUSIONI

L'analisi svolta nel presente elaborato ha cercato di tracciare una panoramica sul *leveraged buy out*, soffermandosi anzitutto sulle origini di questo istituto che, come è noto, deriva dagli ordinamenti d'oltreoceano. Ci si è poi concentrati sulla regolamentazione dello stesso *ante* e *post* riforma Vietti ( D. Lgs. N. 6/2003) per soffermarsi, da un lato, sui problemi che l'istituto del *leveraged buy out* ha sollevato - e che in qualche modo solleva ancor oggi - e, dall'altro, sulla disciplina prevista dall'art 2501 *bis* ( rubricato "fusione a seguito di acquisizione con indebitamento) , come introdotto nel nostro ordinamento dalla riforma organica del diritto societario, che ha condotto alla positivizzazione dell'istituto in questione. Non va nascosto che una svolta determinante accanto a quella della riforma del 2003, è quella realizzatesi nell'anno 2008, con le modifiche apportate all'art 2358 c.c. che, attribuendo alla società per azioni il potere di concedere prestiti o garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie - seppure con le limitazioni previste nello stesso articolo - hanno permesso di dissipare i dubbi che ancora rimanevano circa la compatibilità di operazioni di acquisizione societaria tramite indebitamento con il generale divieto di assistenza finanziaria. Come è stato approfonditamente osservato, tale questione aveva a lungo impegnato tanto la dottrina quanto la giurisprudenza, senza che, peraltro, si affermasse un'opinione generalmente accettata. Sembrerebbe, quindi, che questo strumento, oggi vada considerato a tutti gli effetti lecito e, soprattutto, vista la forte utilità che tali operazioni possono avere in termini di crescita economica e di sviluppo delle aziende e della società globalmente intesa, sarebbe opportuno sgomberare il campo da qualsivoglia accusa di illiceità della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento. Milita a favore della



considerazione qui esposta anche il riferimento alla direttiva 2006/68/CE che ha modificato il nostro art 2538 c.c., che aveva come finalità preminente il rafforzamento della flessibilità riguardo i cambiamenti della compagine proprietaria delle società: sembrerebbe, quindi, possibile affermare che anche a livello comunitario si siano avvertite le potenzialità di questo istituto visto che la modifica apportata dalla direttiva di cui sopra, pur non avendo eliminato in toto uno dei capisaldi nella legislazione in materia di società quale risulta essere il divieto di assistenza finanziaria, ha comunque indebolito la portata di tale divieto per adeguarlo allo sviluppo delle operazioni di finanza strutturata. Non mancano, però, ancor oggi autorevoli voci discordanti che sottolineano come le indicazioni da includere nei documenti richiesti dalla legge per procedere alla fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, siano tutt'altro che idonee ad impedire un uso distorto di tale istituto. Demonizzare in modo aprioristico la tecnica in questione sembra, a mio avviso, eccessivamente approssimativo: come tutte le operazioni di finanza strutturata il *leveraged buy out* si distingue per l'elevato grado di complessità che lo caratterizza e, pertanto, come tutte le operazioni di questo tipo, la negatività non risiede tanto nell'operazione in sé quanto piuttosto nelle intenzioni di chi si avvale dello strumento. L'analisi degli strumenti posti a tutela dei soggetti "deboli", quali i soci e i creditori, come descritti in precedenza, evidenzia l'insufficienza dei rimedi esperibili contro comportamenti dolosi o colposi degli amministratori e dei soggetti agenti nelle operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento; a mio avviso il legislatore dovrebbe muoversi verso tutele specifiche e differenti da quelle già previste nel sistema e, soprattutto, vista l'incidenza negativa che tali operazioni possono

ingenerare qualora siano sorrette solamente da scopi speculativi e d'avventura, predisporre maggiori ipotesi di responsabilità punite in modo più stringente. Sarebbe auspicabile, quindi, una legislazione molto più precisa e completa sulla questione visto l'alto grado di rischio che è insito in tali operazioni al fine di arginare scopi fraudolenti o comunque non meritevoli di tutela: occorrerebbe incrementare l'uso di tale tecnica qualora essa conduca alla crescita delle aziende e, allo stesso tempo, evitare un utilizzo abusivo ed incondizionato della leva finanziaria.

Non è forse vero, infatti, che l'indebitamento indiscriminato è il biglietto di sola andata verso la bancarotta?

## BIBLIOGRAFIA

- N. ABRIANI**, *Riforma societaria e nuovo diritto penale commerciale*, La riforma delle società. Profili della nuova disciplina, a cura di AMBROSINI, Torino, 2003.
- A. R. ADIUTORI**, *Funzione amministrativa e azione individuale di responsabilità*, Milano, 2000.
- V. AFFERNI**, *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitale*, Giurisprudenza commerciale, 2009.
- A. ALBANESE**, *Operazioni sulle azioni proprie (e leveraged buy out) nel nuovo diritto societario*, in Contratto e impresa, 2007.
- C. ANGELICI**, *Note in tema di rapporti contrattuali tra soci e società*, Giurisprudenza commerciale, 1991, I.
- L. ARDIZZONE**, *Sub art 2501 bis*, in Aa.Vv, Commentario della riforma della società, a cura di P. MARCHETTI e L. A. BIANCHI, Milano, 2006.
- ASSOCIAZIONE DISIANO PREITE**, *Il nuovo diritto delle società*, a cura di G. OLIVIERI, G. PRESTI, F. VELLA, Bologna, 2003.
- P. BELTRAMI**, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, 2008.
- M. BERNARDI**, *Legittimità delle operazioni di “leveraged buy out”*, Il sole 24 Ore, Diritto e pratica delle società, 2003, 9.
- B. BERTINI**, *LBO e MBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA*, Contratto e impresa, n. 3, 2003.

**L.A. BIANCHI** , *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, 2002.

**C. BOLOGNESI**, *Commento all'art. 2501-bis*, in Commentario delle società, a cura di GRIPPO, 2° vol., Torino, 2009.

**F. BONELLI**, *La responsabilità degli amministratori di società per azioni*, Giurisprudenza Commerciale, 1992.

**N. A. BRUNO**, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, Banca, borsa e titoli di credito, 2002, I, vol. 55.

**N. A. BRUNO**, *Divieto di assistenza finanziaria e operazioni di "merger leveraged"*, Diritto e pratica delle società, n. 17, 2006.

**G. CABRAS**, *Le opposizioni dei creditori*, Milano, 1978.

**S. CACCHI – PESSANI**, *Sub art 2503*, in Commentario a cura di MARCHETTI – BIANCHI – GHEZZI – NOTARI, Milano, 2006.

**S. CACCHI - PESSANI**, *La tutela dei creditori nelle operazioni di mlbo, l'art 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007.

**S. CACCHI – PESSANI, L. PICONE**, *Le operazioni di leveraged recapitalization nella nuova disciplina dell'art 2501 bis*, Società, 2005.

**O. CAGNASSO**, *Commento all'art 2503, il nuovo diritto societario*, commentario diretto da G. COTTINO, Bologna, 2003.

**N. CANESSA**, *Family governance : la continuità dell'impresa. Il passaggio generazionale*, IPSOA, 2006.

**F. CARBONETTI**, *Acquisto di azioni proprie*, Milano, 1988.

**P. CARRIÈRE**, *Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti*, Rivista delle società, 2003, 5.

**I. CHIEFFI**, in *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1992, II, p. 993- 1014.

**G. M. CIAMPAGLIA**, *La struttura finanziaria e le tipologie di leveraged buy out*, Impresa, 1999.

**C. CINCOTTI**, *Fusione con indebitamento, leva finanziaria e distruzione del valore della target*, in [www.Orizzontideldirittocommerciale.it](http://www.Orizzontideldirittocommerciale.it), 15.

**E. CIVERRA**, *Le operazioni di fusione e scissione*, IPSOA, 2003.

**M. CLEMENTI, G. LUSCHI, A. TRON**, *Le operazioni di leveraged buy out. Aspetti legali, tributari e finanziari*, IPSOA, 2006.

**A. COLAVOLPE**, *In tema di invalidità dell'atto di fusione*, Società, 2008.

**M. CONFALONIERI**, *Trasformazione, fusione, conferimento, scissione e liquidazione delle società*, Gruppo 24 ore, I manuali di guida al diritto, 2011.

**G. COTTINO**, *Le società*, Diritto commerciale, volume II, Padova, 1999.

**A. CREMONESI**, *Studio sul LBO in Italia*, Diritto fallimentare, 1990.

**A. CRESPI**, *Disposizioni penali in materia di società e consorzi*, Rivista delle società, 1996, p.550-554.

**F. D'ALESSANDRO**, *La tutela delle minoranze tra strumenti ripristinatori e strumenti risarcitori*, Rivista di diritto civile, 2003, I.

**M. DI SARLI**, *Commento all'art. 2504-quater*, in *Trasformazione – Fusione – Scissione*, a cura di L. A. BIANCHI, Milano, 2006.

**A.A. DOLMETTA**, *Il merger leveraged buyout nella legge delega n 366/2001: la target da s.p.a. a s.r.l.* Corriere giuridico, 2002, II.

**L. FABBRINI e P. CARRIÈRE**, *Le buone ragioni del leveraged buy out*, in Il Sole-24 Ore, 10 Ottobre 2003.

**FERRO- LUZZI**, *La conformità delle deliberazioni assembleari alla legge e all'atto costitutivo*, Milano, 1976.

**G. FERRI**, *Manuale di diritto commerciale*, a cura di C. ANGELICI e G. B. FERRI, Torino, 1993.

**G. FERRI**, *Fusione di società*. I. Diritto commerciale, voce dell'Enciclopedia Giuridica Treccani, vol. XVI, 1989.

**G. FERRI Jr.**, *Modificabilità e modificazione del progetto di fusione*, Milano, 1998.

**G. FERRI-GIUZZI**, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori*, Il nuovo diritto societario, Liber amicorum G.F. Campobasso, a cura di ABBADESSA e PORTALE, vol. 4, Torino, 2007.

**F. FIMMANO'**, *Fusione, forma ed effetti dell'opposizione alla fusione*, in nota a Tribunale di Milano, 27 ottobre 1997, in Società, 1997.

**A. FRIGNANI**, *Il leveraged buy out nel diritto italiano*, Giurisprudenza commerciale, 1898, I.

**M. M. GAETA**, *Commento all'art. 2504-quater*, in Codice commentato delle s.p.a., a cura di FAUCEGLIA – SCHIANO – DI PEPE, 2° vol., Torino, 2007.

**V. GALGANO**, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato Galgano, XXIX, 2004.

**F. GALGANO**, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato di diritto commerciale e diritto pubblico economico, XXIX, Padova, 2003.

**F. GALGANO – R. GENGHINI**, *Il nuovo diritto societario*, in Trattato Galgano, vol. XXIX, tomo 1, Padova, 2004.

**D. GALLETTI**, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, Giurisprudenza commerciale, 2008, I.

**G.M. GAREGNANI**, *Le operazioni di gestione straordinaria*, Milano, 1999.

**A. GENOVESE**, *La tutela risarcitoria dell'azionista pregiudicato dalla fusione*, Rivista delle società, 2007.

**A. GERVASONI – F. SATTIN**, *Private equity e venture capital. Manuale di investimento nel capitale di rischio*, 2015, Milano, GUERINI.

**M. GHIDINI**, *Società personali*, Padova, 1972.

**A. GOMMELLINI**, *Le operazioni di leveraged buy out di fronte al diritto italiano delle società*, Rivista di diritto commerciale, 1989.

**L. GUATRI**, *La valutazione delle aziende*, Milano, 1994.

**F. GUERRERA**, *Trasformazione, fusione e scissione*, in N. Abriani e altri, Diritto delle società di capitali, Milano, 2003.

**F. GUERRERA**, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, GIAPPICHELLI, 2004.

**G. GUERRIERI**, *La nullità delle deliberazioni assembleari di società per azioni*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2007.

**G. GUERRIERI**, *Sub art 2377 c.c.*, in Commentario a cura di MAFFEI - ALBERTI, Padova, 2005.

**G. IERMANO**, *Invalidità delle operazioni straordinarie e principio di stabilità*, in Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum, Gian Franco Campobasso, diretto da ABADESSA - PORTALE, 4° vol., Torino, 2007.

**L. LAMBERTINI**, *Commento all'art 2503*, in La riforma del diritto societario, a cura di G. LO CASCIO, Milano, 2004, p. 469.

**G. LAURINI**, *Controllo omologatorio e controllo notarile*, in Aa.Vv, Il nuovo diritto societario. Atti del XXXVIII Congresso Nazionale del Notariato, Bologna 8-11 ottobre 2000, Roma, 2000.

**P. LUCARELLI**, *La nuova disciplina delle fusioni e scissioni: una modernizzazione incompleta*, Rivista delle Società, 2004.

**F. MAGLIULO**, *La fusione delle società*, Milano, 2005.

**F. MAGLIULO**, *La fusione delle società*, 2a ed., Milano, 2009.

**F. MARABINI**, *I problemi sempre attuali del leveraged buy out*, Giurisprudenza Commerciale, 1996, I.

**F. MARABINI**, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: leveraged buy out legalizzato?*, Giurisprudenza italiana, 2006.

**F. MARASCO**, *"Leveraged" e "management" buy out: operazioni lecite, operazioni in frode e funzioni del notaio*, Notariato, 1996.

**P.G. MARCHETTI**, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, Rivista notariato, 1991.



**L. A. MISEROCCHI**, *La fusione*, in *Il nuovo ordinamento delle società. Lezioni sulla riforma e modelli societari*, a cura di S. ROSSI, Milano, 2003.

**P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 1991.

**P. MONTALENTI**, *I giudici italiani e il lbo tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*, *Giurisprudenza italiana*, 1996, 1, II, c.195.

**P. MONTALENTI**, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*, *Giurisprudenza italiana*, 1999.

**P. MONTALENTI**, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, *Giurisprudenza commerciale*, 2004.

**P. MONTALENTI**, *Commento sub art 2501 bis*, Commentario diretto da COTTINO, BONFANTE, CAGNASSO e MONTALENTI, ZANICHELLI, 2004, I.

**L. MONTARARI**, *La ratio dell'art 2358 cc e la diffidenza verso il leveraged buy out*, *Rivista di diritto privato*, 2001.

**A. MORANO- ZINI**, *La nuova disciplina delle fusioni*, Società, 1991.

**A. MORANO**, *Liceità o illiceità del leveraged buy out*, Società, 1992.

**A. MORANO**, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo art 2501 bis*, Società, n. 7, 2000.

**U. MORELLO**, *La frode alla legge*, Milano, 1969.

**U. MORELLO**, *Il problema della frode alla legge rievitato( fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs)*, in Aa.Vv, *Fusioni*,

concentrazioni e trasformazioni di comodo: tra autonomia e controllo,  
Milano, 1990, GIUFFRE.

**L. MULA**, *I soci nelle operazioni straordinarie*, il diritto privato oggi, a cura di  
P. CENDON, 2014.

**G. NIGRO**, *Ripartizione delle partecipazioni e opzione dei soci nella scissione di  
società*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001.

**A. NIGRO**, *Tutela demolitoria e tutela risarcitoria nel nuovo diritto societario*,  
Rivista delle società, 2004.

**R. ORIANI**, *L'opposizione dei creditori della società alla fusione nel quadro dei  
mezzi di conservazione della garanzia patrimoniale*, Milano, GIUFFRE', 2011.

**PAPI ROSSI**, *Leveraged buy out: dall'operazione in astratto alla fattispecie  
concreta*, Diritto e pratica delle società, 2000, n. 22.

**L. PARELLA**, *Art. 2504-quater, c.c.: dieci anni di giurisprudenza*,  
Giurisprudenza commerciale, 2003, I.

**R. PARDOLESI**, *Leveraged buy out :una novità a tinte forti ( o fosche?)*,  
Giurisprudenza Commerciale, 1898, I.

**R. PARDOLESI**, *Il leveraged buy out non è fuori legge*, Corriere giuridico,  
1992, 10.

**G. PARTESOTTI**, *Le operazioni sulle azioni*, in Trattato delle società per  
azioni, diretto da Colombo e Portale, Torino, 1991, II.

**M. PERRINO**, *Commento all'art 2503*, in Società di capitali, Commentario a  
cura di G. NICCOLINI, A. STAGNO D'ALCONTRES, Napoli, 2004, II.

**M. PERRINO**, *La riforma della disciplina delle fusioni di società*, Rivista delle società, 2003.

**A. PICCIAU**, *Osservazioni sulle istruzioni del Tribunale di Milano per le omologazioni in materia di fusione*, Giurisprudenza italiana, 1991, IV.

**L. PICONE**, *Liceità del “merger leveraged buy out”?*, Società, n. 6, 2000.

**L. PICONE**, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Quaderni di giurisprudenza commerciale, 2001.

**L. PICONE**, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, Contratto e impresa, 2003, n. 3.

**G.B. PORTALE**, *Dal capitale “assicurato” alle “tracking stocks”*, Rivista delle società, 2002.

**D. PREITE**, *I merger leveraged buy outs e gli artt. 2357 e 2358cc*, Giurisprudenza Commerciale, 1993, I.

**QUATRARO – ISRAEL - D’AMORA**, *Trattato teorico-pratico delle operazioni sul capitale*, II, 2001.

**M. REBOA**, *Le operazioni di leveraged buy out e l’art 2501 bis: prime considerazioni*, Rivista dottori commercialisti, 2003.

**A. SACCHI**, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento e attività del revisore. Le relazioni ai sensi dell’art. 2501-BIS, comma 4 e 5, c.c.*, Il controllo nelle società e negli enti, 2006.

**R. SACCHI**, *Sulla responsabilità da direzione e coordinamento nella riforma delle società di capitali*, Giurisprudenza commerciale, 2003, I.

**V. SALAFIA**, *La fusione delle società commerciali*. Introduzione, Società, 1986.

**V. SALAFIA**, *L'azione di risarcimento del danno prevista dal secondo comma dell'art. 2504-quater c.c.*, Giustizia civile, 2000, I.

**V. SALAFIA**, *La riforma del diritto societario dalla bozza Mirone alla legge delega*, Società, 2001.

**V. SALAFIA**, *Funzione della relazione dell'esperto indicato dall'art 2501 quinquies c.c.*, Società, 2001.

**V. SALAFIA**, *Leveraged buy out nella riforma societaria*, Società, n. 8, 2004.

**V. SALAFIA**, *Il nuovo art 2358 c.c. e la relazione con l'art 2501 bis c.c.*, Società, n. 5, 2009.

**V. SALAFIA**, *La società di revisione e la fusione prevista dall'art. 2501-bis c.c.*, Rivista delle società, 2010, 12.

**V. SANGIOVANNI**, *Responsabilità degli amministratori e corresponsabilità dei soci nella s.r.l.*, Danno e responsabilità, 2008.

**V. SANGIOVANNI**, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, Società, 2010.

**V. SANGIOVANNI**, *Fusione di società e opposizione dei creditori*, Contratto e impresa, n. 6, 2010.

**V. SANGIOVANNI**, *Invalidità della fusione e risarcimento del danno*, Responsabilità civile, 2010.

**R. SANTAGATA**, *Le Fusioni*, Trattato delle società per azioni, diretto da G. E. COLOMBO e G.B. PORTALE, vol. 7, I, Torino, 2004.

**D.U. SANTOSUOSSO**, *La riforma del diritto societario*, Milano, 2003.

**A. SCALA**, *Profili processuali dei nuovi art 2377 e 2378 in tema di impugnazione delle delibere assembleari invalide*, in *Il nuovo diritto delle società*, diretto da P. ABBADESSA e G. B. PORTALE, Torino, 2007, 2.

**SCARDULLA**, *La trasformazione e la fusione delle società*, Trattato di diritto civile e commerciale, GIUFFRÈ, 1989.

**P. SCHLESINGER**, *La nuova disciplina delle fusioni di società di cui sia stato acquisito il controllo tramite indebitamento*, relazione al Convegno organizzato da Paradigma, 2002.

**P. SCHLESINGER**, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della Cassazione penale*, Corriere giuridico, 2000.

**P. SCHLESINGER**, *Il merger leveraged buy out e la riforma societaria*, Corriere giuridico, 2003, 6.

**E. SCODITTI**, *Il caso Farmitalia fra "leveraged buy out ed acquisto di azioni proprie per interposta persona*, Foro italiano, 1993, II, c.168.

**G. SCOGNAMIGLIO**, *La nullità della fusione nella direttiva CEE e nello schema di legge di attuazione*, Rivista notariato, 1990.

**G. SCOGNAMIGLIO**, *Le fusioni (e le scissioni) "semplificate" nella riforma del diritto societario*, [www.dircomm.it](http://www.dircomm.it), II, 7, 2003.

**G. SCOGNAMIGLIO**, *Le fusioni e le scissioni semplificate nella riforma del diritto societario*, Rivista notariato, 2003.

**P. SERRAO D'AQUINO**, *Commento all'art 2501 bis*, in *La riforma delle società*, vol.3, a cura di SANDULLI e SANTORO, Torino, 2003.

**SHAD**, *The leveraging of America*, in *Wall Street Journal*, 1984,p. 23,col.4.

**M.S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e “leveraged buy out”* ,Società, 2000, I.

**M.S. SPOLIDORO**, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*, Società, 2000.

**M.S. SPOLIDORO**, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, Rivista delle società, 2004.

**L. STANGHELLINI**, *Osservazioni in materia di sindacabilità del rapporto di cambio nella fusione dopo la riforma del 1991*, Giurisprudenza Commerciale, 1995, II.

**M. TAMBURINI**, *Commento all’art. 2504-quater*, in Commentario breve al diritto delle società, a cura di MAFFEI - ALBERTI, Padova, 2007.

**G. TANTINI**, *Trasformazione e fusione delle società*, in Trattato Galgano, Padova, 1985, VIII.

**E. TARTAGLIA**, *Leveraged buyout. Rischi e opportunità*, MAGGIOLI, 2009.

**A. VICARI**, *Gli azionisti nella fusione di società*, Milano, 2004.

**A. VICARI**, *L’assistenza finanziaria per l’acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006.

**A. VICARI**, *I conflitti d’interessi di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, Il nuovo diritto delle società. Liber amicorum, Gian Franco Campobasso, diretto da ABADESSA - PORTALE, 4° vol., Torino, 2007.

**M. L. VITALI**, *La nuova Seconda direttiva: conferimenti, assistenza finanziaria e tutela “standardizzata” dei creditori sociali*, Rivista delle società, 2006.

**A. ZANARDO**, *L'estensione della responsabilità degli amministratori di s.r.l. per mala gestio ai soci “cogestori”: luci e ombre della disposizione dell'art. 2476, comma 7, c.c.*, Rivista delle società, 2009.

**E. ZANETTI**, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento: ambito di applicazione della procedura “rafforzata” ex art 2501 bis c.c.*, Il fisco, 2010, 47.

## GIURISPRUDENZA

Cassazione, 21 gennaio 1970, in *Giustizia civile*, 1970, n. 123, I, p. 76.

Cassazione, 13 luglio 1981, n. 4540, in *Rivista di diritto commerciale*, 1981, II.

Cassazione penale, V sezione, 4 ottobre 1984 n. 4916, in *Rivista di diritto commerciale*, 1985, I.

Tribunale di Genova, 13 ottobre 1986.

Tribunale di Milano, 14 maggio 1992, in *Foro italiano*, 1992, I, c. 2829; in *Corriere giuridico*, 1992, p. 1133 con nota di **R. PARDOLESI**, *Il leveraged buy out non è fuori legge*; in *Giurisprudenza commerciale*, 1992, II, p. 933, con nota di **I. CHIEFFI**, *Il leveraged buy out nell'ordinamento italiano*.

Tribunale di Milano (sezione penale), 30 giugno 1992, in *Foro italiano*, 1993, II, c. 168, con nota di **E. SCODITTI**, *Il caso Farmitalia fra "leveraged buy out ed acquisto di azioni proprie per interposta persona*.

Tribunale di Torino, 15 ottobre 1992, in *Giurisprudenza Italiana*, 1993, I, 2, c. 795.

Tribunale di Perugia, 26 aprile 1993, in *Giurisprudenza commerciale*, 1995, II, p. 109 con nota di **L. STANGHELLINI**, *Osservazioni in materia di sindacabilità del rapporto di cambio nella fusione dopo la riforma del 1991*.

Tribunale di Brescia, 1 giugno 1993, in *Rivista delle società*, 1996, p.550-554, con nota di **A. CRESPI**, *Disposizioni penali in materia di società e consorzi*.



Tribunale di Milano ( Appello), 10 marzo 1995, in *Società*, 1995, p. 1437.

Tribunale di Ivrea, 12 agosto 1995, in *Giurisprudenza italiana*, 1996, I, c. 2, p. 196, con nota di **P. MONTALENTI**, *I giudici italiani e il leveraged buy out tra responsabilità della capogruppo e divieto di assistenza finanziaria*.

Tribunale di Milano, 27 ottobre 1997 (decr), in *Giurisprudenza italiana*, 1998, c. 1440; in *Società*, 1998, p. 433 con nota di **FIMMANO'**, *Fusione: forma ed effetti dell'opposizione alla fusione*.

Cassazione, 4 maggio 1998, n. 4441, in *Rivista notariato*, 1998.

Cassazione, Sezione I, 21 novembre 1998, n. 11801.

Tribunale di Milano, 4 maggio 1999, in *Società*, 2000, p. 333, con nota di **M.S. SPOLIDORO**, *Effetti patrimoniali e rappresentazione contabile della fusione inversa*.

Tribunale di Milano, 13 maggio 1999, in *Società* 2000 p. 75, con nota di **M .S. SPOLIDORO**, *Incorporazione della controllante nella controllata e "leveraged buy out"*; in *Giurisprudenza italiana*, 1999, p. 2105 con nota di **P. MONTALENTI**, *Leveraged buy out: una sentenza chiarificatrice*.

Cassazione, Sez. I, 9 aprile 1999, n. 3457

Cassazione Penale, sez V, 4 febbraio 2000, in *Società*, 2000, p. 711, con nota di **L. PICONE**, *Liceità del "merger leveraged buy out"?*; in *Corriere giuridico*, 2000, p. 745, con nota di **P. SCHLESINGER**, *Leveraged buy out: un'apparente presa di posizione della Cassazione penale*.

Tribunale di Spoleto, 6 marzo 2000, in *Società*, 2000, 7, p. 852.

Cassazione, Sez. I, 15 novembre 2000, n. 14799.

Tribunale di Genova, 21 dicembre 2000, in *Rivista di diritto commerciale*, 2002, II, p. 231.

Tribunale di Milano, 12 gennaio 2001, in *Società*, 2001, p. 434, con nota di **V. SALAFIA**, *Funzione delle relazione dell'esperto indicata nell'art 2501 quinquies c.c.*

Tribunale di Milano, 10 marzo 2005, in *Foro italiano*, 2005, I, p. 2593.

Cassazione, Sez. I, 27 luglio 2005, n. 15721.

Tribunale di Brescia, 16 gennaio 2006, in *Notariato*, 2006, p. 134 ss., con nota di **A. NIGRO**.

Tribunale di Milano ( Appello), 10 ottobre 2006, in *Corr. Merito.*, 2007, 3, p. 301.

Tribunale di Milano, 13 febbraio 2007, in [www.dejure.giuffre.it](http://www.dejure.giuffre.it).

Tribunale di Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, con massima pubblicata in *Giustizia a Milano*, 2008, 11, 74.

Tribunale di Roma, (decr.), 18 dicembre 2008, in *Foro italiano*, 2009, I, c. 2861 ss., con nota di **O. DESIATO**.

Cassazione, 1 giugno 2012, n. 8864, in *Massimario Giurisprudenza commerciale*, 2012, 6.

