



*Dipartimento di Impresa e Management*

*Cattedra di Diritto Commerciale*

LE OPERAZIONI DI FUSIONE DELLE SOCIETÀ ED IL  
MERGER LEVERAGED BUYOUT

RELATORE

Prof. Raffaele Lener

CORRELATORE

Prof. Fabiano De Santis

CANDIDATO

Giacomo Cataldi

Matr. 199581

ANNO ACCADEMICO 2017/2018

*A mia mamma Paola, stella polare in una notte tersa*

*A mio papà Michele, albero di maestra di un veliero*

*A mia sorella Michela, tormentina pronta alla tempesta*

*A mio fratello Paolo, vento fresco che gonfia le vele*

*Agli amici di sempre, compagni di mille traversate*

*Ai nuovi amici, cadetti pronti ad affrontare il mare*

*A me, timoniere di questa nave che è la mia vita*

<b>Introduzione .....</b>	<b>1</b>
<b>1. Le operazioni straordinarie</b>	
1.1. Introduzione alle operazioni straordinarie .....	1
1.2. Trasformazione .....	3
1.2.1. Disciplina generale .....	4
1.2.2. Trasformazioni omogenee .....	5
1.2.3. Trasformazioni eterogenee .....	7
1.3. Scissione .....	8
<b>2. Le operazioni di fusione delle società</b>	
2.1. Nozione e natura giuridica della fusione.....	11
2.2. Le diverse forme della fusione .....	14
2.2.1. Teoria aziendalistica .....	14
2.2.2. Teoria giuridica .....	14
2.3. Le novità in materia di fusione introdotte dal D.lgs. n 6/2003 .....	16
2.4. Il procedimento di fusione alla luce della riforma del 2003 .....	17
2.4.1. Fase preparatoria .....	17
2.4.1.1. Il progetto di fusione .....	17
2.4.1.2. La situazione patrimoniale .....	20
2.4.1.3. La relazione dell'organo amministrativo ...	22
2.4.1.4. La relazione degli esperti .....	24
2.4.2. Fase attuativa .....	27
2.4.2.1. Deposito degli atti .....	27

2.4.2.2.	Decisione in ordine alla fusione .....	28
2.4.2.3.	Atto di fusione .....	31
2.5.	La tutela dei soci, dei creditori e degli obbligazionisti .....	33
2.6.	Il primo bilancio dopo la fusione .....	36
2.7.	Aspetti fiscali della fusione (cenni) .....	38
<b>3.</b>	<b>Il <i>Merger Leveraged Buy Out (MLBO)</i></b>	
3.1.	Quadro generale .....	40
3.1.1.	Introduzione al <i>leveraged buyout</i> ed al <i>merger leveraged buyout</i> .....	40
3.1.2.	Storia del <i>leveraged buyout</i> .....	42
3.1.3.	Aspetti economici del <i>leveraged buyout</i> .....	45
3.2.	Compatibilità con l'ordinamento italiano .....	47
3.2.1.	Il dibattito in dottrina .....	48
3.2.2.	Il <i>merger leveraged buyout</i> nella riforma del 2003 ..	53
3.2.2.1.	Il procedimento di fusione c.d. "a formalità aggravata" .....	56
	<b>Conclusioni</b> .....	61
	<b>Bibliografia</b> .....	63

## Introduzione

Il presente elaborato si propone l'obiettivo di fornire una panoramica circa le operazioni straordinarie di fusione delle società e le operazioni di *merger leveraged buyout*.

Nel primo capitolo sono introdotte le operazioni straordinarie, individuandone scopi, caratteristiche ed effetti principali.

Nello specifico sono trattate le operazioni regolate nel Libro V, titolo V, capo X del Codice Civile, poiché caratterizzate da aspetti comuni sia circa le disposizioni del codice, che circa i risvolti economici ed aziendali.

La seconda parte di questo primo capitolo espone la disciplina civilistica cui sono sottoposte le operazioni di trasformazione e scissione, la quale, pur non essendo l'oggetto principale di questo elaborato, consente di meglio interpretare il contesto giuridico ed economico in cui si inseriscono le operazioni di fusione e di MLBO.

Al secondo capitolo spetta il compito di individuare caratteristiche, disciplina e risvolti dell'operazione di fusione delle società – ossia l'operazione con cui due o più società sono unificate in una sola – con particolare riferimento alla fusione tra S.p.A. che non ricorrono al mercato del capitale di rischio.

Il capitolo si articola in sette paragrafi, in ciascuno dei quali è analizzato un particolare aspetto della fusione.

Nel primo paragrafo viene individuata, facendo ricorso ai principi contabili nazionali e alle definizioni proposte da diversi autori, la nozione della fusione. Inoltre, facendo riferimento alle due principali teorie che si contrappongono in dottrina, è analizzata la natura giuridica dell'operazione di fusione.

Al secondo paragrafo è assegnato il compito di individuare una tassonomia delle fusioni, classificandole dapprima nelle forme previste dalla teoria aziendalistica, e successivamente secondo quanto previsto nella teoria giuridica.

Il terzo paragrafo intende presentare brevemente le principali novità che la riforma attuata dal D.lgs. n. 6/2003 ha introdotto nell'ambito della disciplina oggetto di questo capitolo.

Il quarto paragrafo costituisce il nucleo fondamentale del capitolo. In esso, infatti, è trattato il procedimento di fusione, individuandone i documenti che lo compongono, le caratteristiche, le modalità di redazione e i soggetti estensori dei suddetti documenti e le tempistiche da rispettare affinché si possa addivenire alla fusione delle società.

Il quinto paragrafo è dedicato alle norme poste a tutela dei soggetti che potrebbe essere danneggiati dalla fusione: soci, creditori ed obbligazionisti.

Nel penultimo paragrafo è affrontato il tema del primo bilancio relativo alla fusione e del trattamento contabile della fusione stessa.

L'ultimo paragrafo, trattando brevemente le disposizioni in materia fiscale relative alla fusione, ha come principale obiettivo quella di fornire un ulteriore elemento per la comprensione delle motivazioni per cui si giunge ad una fusione, oltre che quello di individuare il regime fiscale cui tale operazione è sottoposta.

Al terzo, ed ultimo, capitolo spetta offrire un'analisi quanto più possibile approfondita delle operazioni di *merger leveraged buyout*, ossia operazione in cui, ricorrendo ad un elevato livello di indebitamento, una società acquisisce un'altra impresa *target* e successivamente procede alla fusione con questa.

Dapprima, viene stabilito il quadro generale dell'operazione: ne sono individuati i tratti principali, le finalità e le modalità di finanziamento; sono poi individuate le possibili tipologie di LBO che possono essere messe in atto ed è quindi approfondita l'operazione di *merger leveraged buyout* – ovvero di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

Segue, dunque, un breve approfondimento circa la storia di questa operazione, dal suo concepimento negli Stati Uniti d'America, fino al suo approdo nel Vecchio Continente e quindi nel contesto giuridico ed economico italiano. Questo *excursus* storico mira a rendere maggiormente comprensibile come questa operazione si sia sviluppata, fino ad assumere la conformazione attuale, e quali problematiche possa comportare.

Sono poi approfonditi gli aspetti economici di un MLBO, individuandone gli obiettivi economici, le caratteristiche necessarie per la buona riuscita dell'operazione ed i vantaggi e svantaggi che queste operazioni comportano.

La seconda sezione di questo capitolo è invece dedicata alla compatibilità delle operazioni di MLBO con l'ordinamento italiano, individuando le problematiche che queste pongono su piano della disciplina civilistica.

Sono evidenziati i due principali orientamenti contrapposti che hanno caratterizzato il dibattito in dottrina circa l'ammissibilità o meno delle operazioni di MLBO visti gli artt. 2357, 2358 e 1344 del Codice Civile.

Infine, è esposto come la riforma del diritto societario operata dal D.lgs. n. 6/2003 abbia decretato l'ammissibilità del MLBO nell'ordinamento italiano, pur sottoponendolo ad un

procedimento c.d. “a formalità aggravata”, come previsto dall’art. 2501-*bis*.

## Capitolo 1

### Le operazioni straordinarie

#### 1.1 Introduzione alle operazioni straordinarie

Sono operazioni straordinarie quelle attraverso cui si trasformano, si concentrano, si smembrano o si dissolvono le imprese<sup>1</sup>.

Si tratta di operazioni che ricorrono raramente nella vita della singola impresa, hanno un impatto rilevante sulla sua economia e presentano una notevole complessità. Tuttavia, ciò che le rende effettivamente “straordinarie” è il fatto che, una volta effettuate, queste operazioni non presentano, normalmente, il carattere della ripetibilità<sup>2</sup>.

Le operazioni straordinarie sono poste in essere dalle imprese allo scopo di:

- Modificare la struttura o la forma giuridica dell'impresa
- Trasferire la titolarità dell'azienda o il controllo dell'impresa
- Liquidare l'azienda per poi estinguere l'impresa<sup>3</sup>

In occasione di tali eventi straordinari, l'azienda deve decidere in merito alla continuazione o meno della propria attività. La cessazione può essere relativa – l'azienda continua a sussistere e ad operare, da sola o in un altro complesso di aziende – ovvero assoluta – l'azienda cessa la propria attività totalmente e gli elementi patrimoniali sono liquidati<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup>L. Marchini, “Le gestioni straordinarie”, in Ardemani E. (a cura di), “Manuale di amministrazione aziendale”, 1977

<sup>2</sup>M. Mancin (a cura di), “Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali”, 2016

<sup>3</sup> R. Lunelli (a cura di), “Operazioni straordinarie”, [www.associazionetributaristi.it](http://www.associazionetributaristi.it), 2004

<sup>4</sup> F. Fortuna, “Le operazioni straordinarie”, materiali didattici del corso di Revisione, deontologia e tecnica professionale, A.A. 2013-2014

L'ordinamento non fornisce una nozione generale di operazione straordinaria, la cui descrizione deriva quindi da una lettura organica delle disposizioni che regolano le singole fattispecie, oltre che da una visione d'insieme degli effetti comuni di queste operazioni, che avvengono al di fuori del contesto nella normale gestione dell'impresa.

La disciplina di queste operazioni, vista la natura straordinaria e l'importanza degli interessi in gioco, è caratterizzata da restrittivi *iter* procedurali e di pubblicità, oltre che da adempimenti volti a garantire e tutelare i diritti dei terzi.

Rientrano nel novero delle operazioni straordinarie la cessione ed il conferimento d'azienda, lo scambio di partecipazioni, la liquidazione, la trasformazione, la fusione e la scissione.

Oggetto di questo elaborato saranno le ultime tre fattispecie sopracitate, accomunate da una disciplina per molti versi simile, contenuta nel Libro V, Titolo V, Capo X del Codice Civile, rubricato "Della trasformazione, della fusione e della scissione", e sottoposta a riforma dal D.lgs. n. 6/2003<sup>5</sup> e successivamente dal D.lgs. n. 123/2012<sup>6</sup>.

Il D.lgs. n. 6/2003, per quanto riguarda la riforma degli istituti della trasformazione, della scissione e della fusione, prende le proprie mosse dall'art. 7 della legge 3 ottobre 2001 n. 366, con la quale il Parlamento ha delegato al Governo la riforma del diritto societario. Nel citato articolo il legislatore delegante definisce principi e criteri direttivi per riformare la disciplina in questione.

Il criterio generale è quello della semplificazione e della precisazione dei procedimenti da seguire per portare a termine le operazioni in oggetto. Ne conseguono delle operazioni fortemente proceduralizzate, che seguono uno schema generale che prevede tre fasi: (1) progetto, con cui si delinano le caratteristiche contingenti dell'operazione; (2) decisione, attraverso cui i soci, o i partecipanti all'ente, esprimono il loro consenso all'operazione; (3) atto, il momento conclusivo della procedura.

---

<sup>5</sup> Decreto legislativo 17 gennaio 2003 n. 6 (pubblicato nella Gazzetta Ufficiale n. 17 del 22 gennaio 2003 - S. O. n. 8 e avvisi di rettifica in Gazzetta Ufficiale n. 153 del 4 luglio 2003)

"Riforma organica della disciplina delle società di capitali e società Cooperative, in attuazione della legge delega 3 ottobre 2001, n. 366."

<sup>6</sup> Decreto legislativo 22 giugno 2012, n. 123 "Attuazione della direttiva 2009/109/CE, che modifica le direttive 77/91/CEE, 78/855/CEE e 82/891/CEE e la direttiva 2005/56/CE per quanto riguarda gli obblighi in materia di relazioni e di documentazione in caso di fusioni e scissioni "(G.U. 3 agosto 2012, n. 180)

Ancora, attraverso l'art. 7 della L. 366/2001 il legislatore delegante richiedeva che il nuovo testo normativo del Capo X del libro V, titolo V del Codice Civile prevedesse un'espressa disciplina per le trasformazioni e le fusioni c.d. eterogenee.

Ulteriore compito del legislatore delegato era quello di disciplinare i criteri di formazione del primo bilancio successivo alle operazioni di fusione e di scissione.

Sempre nel medesimo articolo il Parlamento richiedeva che il Governo operasse la riforma in modo che le operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento non risultassero più in contrasto con gli artt. 2357, 2357-*quater* e 2358 del Codice Civile. Il legislatore delegante dimostrava così l'intenzione di rendere compatibili con l'ordinamento nazionale le operazioni di *merger leveraged buy out*<sup>7</sup>.

L'ultimo punto dell'art. 7 della L. 366/2001 richiedeva che fosse semplificata e favorita la trasformazione delle società di persone in società di capitali, mostrando così un *favor* del legislatore per quelle attività d'impresa che godono del beneficio della responsabilità limitata.

Il secondo intervento di riforma della normativa di trasformazioni, fusioni e scissioni è stato attuato per mezzo del D.lgs. n. 123/2012, con il quale è stata introdotta una semplificazione degli adempimenti informativi per le operazioni di fusione e scissione. Lo scopo evidente era quello di ridurre gli oneri amministrativi per le imprese, senza però intaccare l'adeguata informazione di tutte le parti in causa.

Il decreto ha raggiunto i propri obiettivi esonerando gli amministratori dalla redazione di documenti non essenziali e favorendo il canale informatico per la comunicazione e l'informativa<sup>8</sup>.

## **1.2 Trasformazione**

L'operazione di trasformazione è disciplinata nel codice civile nel Libro V, Titolo V, Capo X, Sezione I rubricata "Della trasformazione".

L'entrata in vigore del D.lgs. n. 6/2003 ha determinato una profonda modifica della normativa sulla trasformazione, oltre che un significativo ampliamento del campo di applicazione dell'istituto. Con l'art. 7 lett. b) della legge 3

---

<sup>7</sup> Operazioni che saranno oggetto di più approfondita analisi nel Capitolo III di questo elaborato.

<sup>8</sup>R. Nalli, "Il D.lgs. n. 123/2012 e le novità per fusioni e scissioni", C&S Informa, volume 13, numero 8 anno 2012.

ottobre 2001 n. 366, il Parlamento incaricava il governo di disciplinare possibilità, condizioni e limiti delle trasformazioni e delle fusioni eterogenee. È stata inoltre eliminata la dicitura “delle società” dal titolo della Sezione che regola l’istituto, lasciando così solamente la dicitura “Della trasformazione”, così estendendo l’applicazione della trasformazione anche ad altri enti diversi dalle società.

In seguito alle modifiche apportate dalla riforma del 2003 può definirsi come trasformazione quel fenomeno giuridico che consente l’evoluzione di un ente da una ad altra forma organizzativa collettiva, sottoposta a un differente regime giuridico, pur nell’identità del soggetto, così da evitare di dover procedere alla sua estinzione e alla susseguente costituzione di un ente diverso<sup>9</sup>.

### **1.2.1 Disciplina generale**

Dal momento che non si ha estinzione dell’ente che ha effettuato la trasformazione, l’art. 2498 c.c. prevede che<sup>10</sup> l’ente trasformato conserva i diritti e gli obblighi e prosegue in tutti i rapporti anche processuali dell’ente che ha effettuato la trasformazione.

L’art. 2499 fa espresso riferimento alla possibilità di dare luogo alla trasformazione anche in pendenza di procedura concorsuale, purché non vi siano incompatibilità con le finalità o lo stato della stessa.

Il primo comma dell’art. 2500 prevede che la trasformazione in società di capitali deve risultare da atto pubblico<sup>11</sup>, avente quindi la forma richiesta per l’atto di costituzione del tipo adottato<sup>12</sup>.

---

<sup>9</sup> Associazione Preite, *il diritto delle società*, a cura di U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti, F. Vella, Bologna, Il mulino, 4<sup>a</sup> ed., 2012

<sup>10</sup> Prima della riforma una simile disposizione era contenuta nel comma 3 dell’art. 2498, per cui “la società acquista personalità giuridica con l’iscrizione della deliberazione nel registro delle imprese e conserva i diritti e gli obblighi anteriori alla trasformazione”. Il legislatore della riforma ha dedicato alla continuità dei rapporti giuridici l’articolo di apertura della disciplina ed ha chiarito che tale continuità si estende a tutti i rapporti, anche processuali.

<sup>11</sup> La forma di atto pubblico è richiesta anche per la trasformazione da società di capitali in società di persone, poiché il momento formale consiste in una deliberazione dell’assemblea straordinaria. Per le trasformazioni interne al gruppo delle società di persone è sufficiente la forma di scrittura privata autenticata.

<sup>12</sup> Si dovranno quindi rispettare le indicazioni dell’art. 2328 per la trasformazione in S.p.A., del combinato disposto degli artt. 2328 e 2455 per la trasformazione in S.a.p.A. e dell’art. 2463 per la trasformazione in S.r.l.

Il comma secondo sancisce l'assoggettamento dell'atto di trasformazione alla disciplina prevista per il tipo adottato ed alle forme di pubblicità relative, nonché alla pubblicità richiesta per la cessazione dell'ente che effettua la trasformazione<sup>13</sup>.

Il terzo ed ultimo comma prevede che la trasformazione abbia effetto dall'ultimo degli adempimenti pubblicitari di cui al comma precedente, previsione di rilevante importanza per determinare con certezza il momento in cui l'ente abbandona la regolamentazione giuridica del tipo di origine e si assoggetta a quella prevista per il tipo di destinazione<sup>14</sup>.

L'ultima disposizione della disciplina generale della trasformazione è l'art. 2500-*bis*, prima comma, secondo il quale eseguita la pubblicità di cui all'articolo precedente, l'invalidità dell'atto di trasformazione non può essere pronunciata. Tale disposizione introduce un'innovazione assai rilevante, poiché privilegia il principio di certezza dei rapporti giuridici, in presenza di eventuali vizi di cui fosse affetto l'atto di trasformazione<sup>15</sup>.

I partecipanti all'ente o i terzi ingiustamente danneggiati dalla trasformazione non avranno la possibilità di ottenere l'invalidità dell'atto di trasformazione, e quindi il ripristino della situazione precedente, ma avranno, a norma del secondo comma dell'art. 2500-*bis*, diritto al risarcimento del danno patito.

### 1.2.2 Trasformazioni omogenee

Le trasformazioni omogenee – ossia quelle che consentono ad una società di qualsiasi tipo di trasformarsi in una società di altro tipo – possono essere suddivise in trasformazioni evolutive, ovvero trasformazioni in società di capitale, e trasformazioni involutive, ovvero trasformazioni in società di persone.

Le trasformazioni evolutive – regolate dagli artt. 2500-*ter* – 2500-*quinqüies* – richiedono, se l'atto costitutivo non prevede diversamente, il consenso della maggioranza dei soci determinata secondo la partecipazione attribuita a ciascuno negli utili (art. 2500-*ter*, comma 1). Inoltre, il capitale della società

---

<sup>13</sup> Si è detto in precedenza come l'istituto della trasformazione sia volto ad evitare di dover procedere all'estinzione dell'ente ed alla susseguente costituzione di altro ente. Per questi motivi è opinione di alcuni che la locuzione “*alla pubblicità richiesta per la cessazione dell'ente che effettua la trasformazione*”, contenuta nel secondo comma dell'art. 2500, sia impropria e quindi da modificare.

<sup>14</sup>G. Savioli, “Le operazioni di gestione straordinaria”, Giuffrè, 2011

<sup>15</sup> Commento al D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, recante la riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366, a cura di Concetta Brescia-morra (...)

risultante dalla trasformazione deve essere determinato sulla base dei valori attuali degli elementi dell'attivo e del passivo (art. 2500-ter, comma 2).

Tali valori sono attestati da una relazione di stima, redatta secondo le norme vigenti per i conferimenti in natura ed in base al tipo di società adottato a seguito della trasformazione<sup>16</sup>. La finalità della perizia è quella di attestare l'entità del patrimonio della società risultante dalla trasformazione<sup>17</sup>.

A ciascun socio spetta un numero di azioni o una quota proporzionale alla sua partecipazione (2500-quater).

La tutela dei soci e la tutela dei terzi sono regolate rispettivamente negli artt. 2500-ter e 2500-quinquies. Infatti, al socio che non ha concorso alla decisione spetta il diritto di recesso (2500-ter) e la trasformazione non libera i soci a responsabilità illimitata per le obbligazioni sociali sorte anteriormente alla trasformazione<sup>18</sup>.

Le trasformazioni involutive – regolate dall'art. 2500-sexies – richiedono, salvo diversa disposizione dello statuto, le maggioranze previste per le modifiche dello statuto oltre che il consenso dei soci che assumono la responsabilità illimitata.

È compito degli amministratori redigere una relazione<sup>19</sup>, che illustri tutte le motivazioni e gli effetti della trasformazione, e depositarla presso la sede sociale durante i trenta giorni che precedono l'assemblea convocata per deliberare la trasformazione.

Le partecipazioni agli utili devono essere assegnate ai soci in proporzione alle azioni o alle quote da essi detenute.

La tutela dei terzi è garantita dal terzo comma dell'art. 2500-sexies, il quale prevede che il regime di responsabilità illimitata,

---

<sup>16</sup> Sarà dunque applicato l'art. 2343 alla trasformazione in S.p.A. e S.a.p.A. e l'art. 2465 alla trasformazione in S.r.l.

<sup>17</sup> G. Savioli, *op. cit.*, secondo il quale tale adempimento è assai critico poiché si connette alla volontà dei soci di modificare il proprio regime di responsabilità per le obbligazioni sociali, passando da quella illimitata e solidale a quella limitata al capitale conferito.

<sup>18</sup> L'art. 2500-quinquies ammette la liberazione dei soci dalla responsabilità illimitata per le obbligazioni sorte anteriormente alla trasformazione qualora i creditori diano il loro consenso. Il consenso si presume se, dopo comunicazione della delibera di trasformazione con mezzi idonei a garantire la prova dell'avvenuto ricevimento, entro 60 gg dal ricevimento della comunicazione il creditore non abbia espressamente manifestato la volontà di mantenere il precedente regime di responsabilità.

<sup>19</sup> Conformemente alla massima K.A.13 del Comitato Triveneto dei Notai, tale relazione è volta a tutelare unicamente gli interessi dei soci, pertanto è da questi rinunciabile all'unanimità.

assunto da alcuni o tutti i soci, si estenda anche alle obbligazioni sociali sorte anteriormente alla trasformazione<sup>20</sup>.

### 1.2.3 Trasformazioni eterogenee

Il legislatore della riforma del diritto societario, dando attuazione alla legge 3 ottobre 2001 n. 366, ha espressamente regolato le trasformazioni cosiddette “eterogenee” introducendo gli artt. dal 2500-*septies* al 2500-*novies*.

In questi articoli sono disciplinate le operazioni di trasformazione che consentono alle società di capitali di trasformarsi in consorzi, società consortili, società cooperative, comunioni d'azienda, associazioni non riconosciute e fondazioni<sup>21</sup>.

Alle trasformazioni eterogenee di società di capitali (2500-*septies*) si applica l'art. 2500-*sexies*, in quanto compatibile. La deliberazione deve essere assunta con voto favorevole dei due terzi degli aventi diritto e comunque con il consenso dei soci che assumono la responsabilità limitata.

Le trasformazioni eterogenee in società di capitali (2500-*octies*) richiedono maggioranze diverse in base all'ente che intende deliberare la trasformazione<sup>22</sup>.

Il comma secondo ed il comma terzo dell'art. 2500-*octies* disciplinano rispettivamente i casi in cui ad applicare l'istituto della trasformazione omogenea in società di capitali siano un'associazione o una fondazione.

Comune ad entrambi i casi di trasformazione omogenea è la disposizione dell'art. 2500-*novies*, per il quale, in deroga a quanto disposto dal terzo comma dell'articolo 2500, la trasformazione eterogenea ha effetto dopo sessanta giorni dall'ultimo degli adempimenti pubblicitari previsti dallo stesso articolo, salvo che consti il consenso dei creditori o il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso. I creditori possono, nel suddetto termine di sessanta giorni, fare opposizione. Si applica in tal caso l'ultimo comma dell'articolo 2445.

---

<sup>20</sup> In accordo al principio dettato dall'art. 2269

<sup>21</sup> Il Codice fa espresso riferimento alle sole società di capitali, ci si interroga dunque sull'ammissibilità delle trasformazioni eterogenee *da* o *in* società di persone. A tal proposito alcuni autori, si veda G.F. Campobasso e Associazione Preite, ritengono inammissibile tale trasformazione per mancanza di espressa previsione ed impossibilità di applicare per analogia la disciplina introdotta dal D.lgs. n. 6/2003. Altri autori, come Savioli ed il notariato del triveneto tramite la massima K.A.27, sostengono l'ammissibilità in virtù dell'assenza di valide ragioni pratiche o giuridiche per cui tale trasformazione debba essere vietata.

<sup>22</sup> Tali maggioranze sono definite dal secondo comma dell'art. 2500-*octies*

### 1.3 Scissione

L'istituto della scissione delle società è stato introdotto nell'ordinamento nazionale dal D.lgs. 16 gennaio 1991, n. 22, attuativo della VI Direttiva CEE n. 891/82 in materia societaria e sottoposto alla riforma attuata dal D.lgs. n. 6/2003.

Ad oggi l'operazione di scissione è disciplinata nel codice civile nel Libro V, Titolo V, Capo X, Sezione III rubricata "Della scissione delle società".

Ancora una volta il legislatore non fornisce una nozione puntuale di scissione, ma si limita a mostrarne gli effetti e le forme nell'articolo di apertura della disciplina (art. 2506).

Per il legislatore quindi la scissione è l'operazione con cui una società assegna l'intero suo patrimonio a più società, preesistenti o di nuova costituzione, o parte del suo patrimonio, in tal caso anche ad una sola società, e le relative azioni o quote ai suoi soci<sup>23</sup> (art. 2506).

Dalla lettura dei commi primo e terzo dell'art. 2506 e del comma quarto dell'art. 2506-*bis* si ricava un quadro d'insieme delle possibili forme che l'operazione di scissione può assumere.

La particolare operazione di scissione messa in atto è identificata attraverso tre elementi:

- L'entità del patrimonio trasferito, si identificano a tal proposito due possibilità: scissione totale o parziale.
- La preesistenza o meno delle società beneficiarie<sup>24</sup>, anche qui le possibili opzioni sono due: scissione a favore di società di nuova costituzione oppure per incorporazione.
- La proporzionalità o meno delle azioni o quote attribuite ai soci rispetto alla loro quota di partecipazione, ancora una volta l'operazione può assumere due forme: scissione proporzionale o non proporzionale.

La scissione si dice totale quando oggetto del trasferimento alle società beneficiarie è l'intero patrimonio della società scissa;

---

<sup>23</sup> Nella dicitura "ai suoi soci" si ravvisa la distinzione tra l'istituto in analisi e quello del conferimento d'azienda, in cui le azioni o quote sono assegnate alla società stessa. Di rilievo anche l'assenza di previsione dell'assegnazione della totalità del patrimonio ad una sola società, fattispecie questa che configura un'operazione di fusione.

<sup>24</sup> Si definisce *società scissa* quella che effettua l'operazione. Si dicono invece *società beneficiarie* quelle che ricevono il trasferimento.

è invece parziale quando la società scissa trasferisce solo parte del proprio patrimonio ad una o più società beneficiarie<sup>25</sup>.

In una scissione a favore di società di nuova costituzione le società beneficiarie si costituiscono per effetto della scissione stessa ed il patrimonio trasferito dalla società scissa rappresenta il patrimonio iniziale. La scissione avviene invece per incorporazione quando le società beneficiarie preesistevano alla scissione ed il trasferimento determina un aumento di capitale di queste ultime. In entrambi i casi le azioni o quote emesse per effetto della scissione sono attribuite ai soci della società scissa.

Quando la scissione è proporzionale, le azioni o quote di ciascuna società beneficiaria sono assegnate ai soci della società scissa in misura proporzionale alle azioni o quote che essi detenevano in quest'ultima. In una scissione non proporzionale, invece, questo principio di proporzionalità viene meno.

Delineati l'istituto della scissione e le sue forme nell'art. 2506, l'ulteriore disciplina è stata dettata dal legislatore negli artt. 2506-*bis* – 2506-*quater*, prevedendo alcune specifiche disposizioni e, per il resto, rinviando esplicitamente alla disciplina della fusione.

In questa sede la trattazione della scissione sarà limitata alle specifiche disposizioni che integrano il rinvio alle norme sulla fusione, atteso che quest'ultima sarà oggetto del successivo capitolo.

L'art. 2506-*bis* disciplina il documento principale dell'operazione: il progetto di scissione dal quale devono risultare tutti i dati indicati nell'art. 2501-*ter* per il progetto di fusione, oltre all'esatta descrizione degli elementi patrimoniali da assegnare a ciascuna società beneficiaria ed all'eventuale conguaglio in denaro<sup>26</sup>.

Sempre nell'art. 2506-*bis*, nei commi secondo e terzo, il legislatore disciplina i casi in cui un elemento dell'attivo o del passivo sia di incerta destinazione. Se l'incertezza riguarda un elemento dell'attivo, questo è ripartito tra le società beneficiarie in proporzione della quota di patrimonio netto assegnato a ciascuna di esse ovvero rimane in capo alla società trasferente qualora la scissione sia parziale. Quando l'incertezza riguarda un elemento del passivo, il legislatore prevede il regime della

---

<sup>25</sup> È evidente come la scissione *totale* comporti l'estinzione della società scissa, mentre una scissione *parziale* ne permette la sopravvivenza.

<sup>26</sup> La possibilità di un conguaglio in denaro è stata introdotta dal D.lgs. n. 6/2003 ed è ammessa purché non superiore al 10% del valore nominale delle azioni o quote attribuite.

responsabilità solidale, limitata però al valore effettivo del patrimonio netto attribuito a ciascuna beneficiaria.

Infine, il comma quarto dell'art. 2506-*bis* prevede che, qualora la scissione sia del tipo non proporzionale, il progetto dia possibilità ai soci che non approvino la scissione di far acquistare le proprie partecipazioni<sup>27</sup>, indicando coloro a cui carico è posto l'obbligo di acquisto.

All'organo amministrativo spetta il compito di redigere una relazione illustrativa che, in conformità all'art. 2501-*quinquies*, indichi, oltre a quanto previsto per la fusione, i criteri di distribuzione delle azioni o quote ed il valore effettivo del patrimonio netto assegnato alle società beneficiarie e di quello che eventualmente rimanga alla società scissa.

Per quanto riguarda gli altri documenti che devono essere redatti nell'ambito di un'operazione di scissione – situazione patrimoniale e relazione degli esperti sulla congruità dei rapporti di cambio – le regole applicate sono, per espresso rinvio, quelle della fusione. Il medesimo rinvio è valido per quanto concerne il deposito di atti, la decisione in ordine alla fusione ed il suo deposito ed iscrizione l'opposizione dei creditori, le obbligazioni, l'atto di fusione, il divieto di assegnazione di azioni o quote e l'invalidità della fusione (artt. 2501-*septies* – 2504 e artt. 2504-*ter* – 2504-*quater*).

L'articolo 2506-*quater*, norma di chiusura della disciplina, regola gli effetti della scissione, che si producono a partire dall'ultima delle iscrizioni dell'atto di scissione<sup>28</sup>. Qualunque società beneficiaria può effettuare gli adempimenti pubblicitari relativi alla società scissa, ma, soprattutto, l'ultimo comma, prevede la responsabilità solidale - tra tutte le società coinvolte nell'operazione, nei limiti del valore effettivo del patrimonio netto ad ognuna assegnato o rimasto - per i debiti della società scissa non soddisfatti dalla società cui fanno carico<sup>29</sup>.

---

<sup>27</sup> Il corrispettivo è determinato alla stregua dei criteri previsti per il recesso.

<sup>28</sup> può essere tuttavia stabilita una data successiva, tranne che nel caso di scissione mediante costituzione di società nuove.

<sup>29</sup> Tale previsione trova la sua ratio nei principi della garanzia patrimoniale generica dell'art. 2740 e l'impossibilità di diminuirla per atto unilaterale (da brocardi.it, *ratio legis* dell'art. 2406-*quater*).

## Capitolo 2

### Le operazioni di fusione delle società

#### 2.1 Nozione e natura giuridica della fusione

Dapprima ampliata, rispetto alla formulazione del legislatore del 1942, dal D.lgs. 16 gennaio 1991, n. 22<sup>1</sup> e successivamente riveduta dalla riforma Vietti<sup>2</sup> nel 2003, la disciplina codicistica della fusione è contenuta nel Libro V, Titolo V, Capo X, Sezione II del codice civile.

Sebbene le direttive comunitarie facessero riferimento alla sola società per azioni, il legislatore nazionale, in virtù della tradizione legislativa orientata ad una disciplina tendenzialmente generale della fusione, ha ritenuto opportuno estendere la disciplina delle fusioni a tutte le società. In questa prospettiva, la fusione trova applicazione solo tra organismi societari aventi la causa prevista nell'art. 2247<sup>3</sup>.

In assenza di una nozione dettata dal legislatore, la fusione può essere ben definita facendo ricorso ai principi contabili nazionali. Infatti, nell'OIC 4, la fusione è descritta come la forma di aggregazione aziendale più completa, poiché essa comporta non solo l'unificazione economica, ma anche quella giuridica dei soggetti partecipanti.

Oltre all'Organismo Italiano Contabilità (OIC), diversi autori hanno sintetizzato l'articolata fattispecie in formule più o meno brevi.

Di seguito alcune tra le più incisive:

“È un'operazione di compenetrazione di imprese, realizzata attraverso un processo di unificazione di una pluralità di entità in una sola” [[www.treccani.it/enciclopedia/](http://www.treccani.it/enciclopedia/)];

---

<sup>1</sup> D.lgs. attuativo della III Direttiva 78/855/CEE e della VI Direttiva CEE n. 891/82 in materia societaria

<sup>2</sup> Fu infatti l'On. Vietti a presiedere la Commissione ministeriale per la riforma del diritto societario, attuata dal D.lgs. n. 6/2003.

<sup>3</sup> C. Venturi, “La fusione e la scissione delle società. Le novità della riforma”, tuttocamere – Fusione e scissione, 2005

“Rappresenta una delle principali modalità di concentrazione delle imprese societarie, il cui fine oltre a essere quello di ampliarne le dimensioni è anche quello di accrescerne la competitività sul mercato” [www.borsaitaliana.it];

“È l'unificazione di due o più società in una sola; essa ha luogo mediante la costituzione di una società nuova o mediante l'incorporazione in una società di una o più società” [Di Sabato, Manuale delle società, 1955].

Da una lettura organica delle definizioni sopra proposte, è evidente come l'istituto della fusione sia caratterizzato da aspetti non solo civilistici ma anche, e soprattutto, economico-aziendali.

Gli obiettivi economici di tale operazione possono essere molteplici: perseguire strategie di crescita dimensionale, operare una riorganizzazione del gruppo di imprese, attuare strategie di differenziazione, ricerca di economie di scala ed altri.

L'aspetto giuridico che lega tutte le operazioni di fusione, qualunque sia l'obiettivo economico, è la riduzione ad unità, sia del patrimonio che del soggetto giuridico, delle società che partecipano all'operazione.

In dottrina, con riferimento alla natura giuridica della fusione, si contrappongono soprattutto due teorie: quella estintivo-creativa e quella modificativa.

La prima dottrina – estintivo-creativa– ritiene che la fusione comporti l'estinzione delle società fuse o incorporate, con la successiva costituzione della società risultante dalla fusione o incorporante; si determina così un parallelo tra l'istituto della fusione e quello della successione *mortis causa*.

L'interpretazione dottrinale muove dal dato testuale dell'art. 2504-*bis*, il quale, nella forma vigente prima della riforma del 2003, recando l'espressione “società estinte”, giustificava l'analogia con il fenomeno della successione *mortis causa*.

Inoltre, anche l'art. 19.1 della Terza Direttiva del Consiglio (78/855/CEE), sul piano puramente letterale, sembra avallare tale teoria quando, alle lettere a) e c), parla di “trasferimento universale” e di “società incorporata [che] si estingue”.

L'inquadramento della fusione tra società come fenomeno successorio ha trovato conferma anche nella giurisprudenza di legittimità, secondo la quale “la fusione di società mediante incorporazione realizza un'ipotesi di successione a titolo universale corrispondente alla successione *mortis causa* delle

persone fisiche, dalla quale deriva l'estinzione della società incorporata ed il contestuale subingresso di quella incorporante nella titolarità dei rapporti giuridici attivi e passivi facenti capo alla prima"<sup>4</sup>.

Tuttavia, in dottrina e nella giurisprudenza, a favore dell'opposta tesi – che afferma la natura della fusione come una particolare fattispecie di modificazione dell'atto costitutivo – è stato osservato che:

il nuovo testo dell'art. 2504-*bis* recita “La società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione”;

le società sono suscettibili di modificazioni e compenetrazioni soggettive inconcepibili per le persone fisiche<sup>5</sup>;

nella successione per causa di morte l'erede non può che accettare o rifiutare l'eredità, mentre la fusione è deliberata da entrambe le società<sup>6</sup>;

nella fusione non c'è il termine di una vicenda contrattuale, ma la prosecuzione della stessa esperienza organizzativa sotto forme diverse da quelle originarie<sup>7</sup>;

l'art. 2502 richiede che la fusione sia decisa, dalle assemblee delle società partecipanti, “secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o dello statuto”;

in conseguenza della fusione si configura una prosecuzione in tutti i rapporti pregressi, anche processuali, delle società partecipanti, in dipendenza di una vicenda puramente evolutiva-modificativa dello stesso soggetto giuridico<sup>8</sup>.

In altri termini, l'assunzione, da parte della società che risulta dalla fusione o quella incorporante, dei rapporti preesistenti, non è il frutto di una successione, ma l'inevitabile portato del confluire sistematico e contemporaneo di varie entità in una unica, in dipendenza dell'atto di fusione. Anche da un punto di vista economico, la fusione non segnala uno stato morituro della società, bensì ne attesta la piena vitalità, come

---

<sup>4</sup>Cass., 2 aprile 2002, n. 4679. Nello stesso senso, Cass., 6 luglio 2004, n. 12387 “l'incorporazione di una società in un'altra, determinando l'estinzione della prima e la conseguente successione a titolo universale della seconda, trova la sua disciplina processuale nell'art. 300 c.p.c.”

<sup>5</sup>Lupi, “Profili tributari della fusione di società”, 1989

<sup>6</sup>C. Ruggiero, “La fusione aspetti civilistici e fiscali”

<sup>7</sup>E. Civerra, “La fusione come fenomeno successorio”, *Le società* 2/2006

<sup>8</sup>“Cass., 8 febbraio 2006, n. 2637 in “Fusioni e scissioni”, IPSOA, 2008

operazione compiuta per rispondere a necessità strategiche ed operative<sup>9</sup>.

## **2.2 Le diverse forme della fusione**

La fusione è un istituto i cui effetti si producono non solo sul piano giuridico, ma anche sul piano economico-aziendale. Pertanto, la teoria giuridica e quella aziendalistica classificano il medesimo istituto individuandone le diverse specie attraverso principi differenti.

### **2.2.1 Teoria aziendalistica**

Nella teoria aziendalistica, le fusioni possono essere ordinate in base alle caratteristiche delle aziende che vi partecipano.

Si individuano così tre diverse forme di fusione: orizzontale, verticale e conglomerale<sup>10</sup>.

La fusione orizzontale è quella che interviene tra due o più aziende che operano nel medesimo settore. Tali operazioni, visti i potenziali effetti negativi sulla concorrenza, sono regolate - qualora dovessero superare le soglie di fatturato previste dalla legge - dall'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato.

Con la fusione verticale si fondono due o più aziende appartenenti a livelli differenti del ciclo operativo, lungo segmenti congiunti della catena del valore. Questa modalità di fusione permette di realizzare le strategie di integrazione verticale, o anche di riorganizzare i gruppi di società.

L'ultima forma di fusione prevista dalla teoria aziendalistica è quella delle fusioni conglomerali, che coinvolgono due o più aziende operanti in settori differenti e privi di apprezzabili legami sinergici. Attraverso queste fusioni si realizzano strategie di diversificazione sia della produzione che del mercato.

### **2.2.2 Teoria giuridica**

Nell'ambito della disciplina civilistica l'art. 2501 prevede che "la fusione di più società può eseguirsi mediante la costituzione di una nuova società, o mediante l'incorporazione in una società di una o più altre".

---

<sup>9</sup> E. Civerra, *op. cit.*

<sup>10</sup> M. Visconti, M. Renesto, "Fusioni e scissioni", 2012

La prima forma, quella che avviene attraverso la costituzione di una nuova società, è anche chiamata “fusione pura” o “fusione in senso stretto”.

In questa configurazione, due o più società confluiscono in una nuova società e perdono la loro individualità.

La seconda forma individuata dall’art. 2501 è quella della fusione per incorporazione, anche chiamata fusione impropria.

Con la fusione mediante incorporazione, la società incorporante assorbe una o più società incorporate.

La fusione per incorporazione, nel caso in cui le società partecipanti siano collegate da rapporti di partecipazione, può avvenire in due “direzioni”: diretta o inversa.

La fusione per incorporazione è diretta quando la società incorporante detiene partecipazioni nella società incorporata.

La fusione inversa, invece, è caratterizzata dal fatto che è la società partecipata ad incorporare la società partecipante<sup>11</sup>.

Ancora, nell’ambito delle fusioni per incorporazione, il legislatore individua negli artt. 2505 e 2505-*bis* due casi particolari che sono, rispettivamente, l’incorporazione di società interamente possedute e l’incorporazione di società possedute al 90%<sup>12</sup>.

In entrambe le forme previste dall’art. 2501 – ad eccezione dei casi previsti negli artt. 2505, 2505-*bis* e 2505-*quater* – la fusione si realizza attraverso uno scambio di azioni detenute dai soci delle società partecipanti con azioni di nuova emissione della società risultante dalla fusione<sup>13</sup>. È in virtù di questo scambio di partecipazioni che il rapporto di cambio<sup>14</sup>

---

<sup>11</sup> Trattandosi pur sempre di una forma di fusione, sono applicabili le disposizioni vigenti per il caso di fusione in generale. L’aspetto problematico della fusione inversa è dato dalla circostanza che la società incorporante, a seguito del perfezionamento della fusione, si troverebbe ad avere tra le attività azioni proprie. Si applica dunque la disciplina degli artt. 2357 ss. *Cfr.* G. Savioli “Le operazioni di gestione straordinaria”, 2011, pp. 297-300

<sup>12</sup> In virtù dei forti rapporti di partecipazione che intercorrono tra le società, il codice civile permette che per queste fusioni sia seguito un procedimento semplificato.

<sup>13</sup> A norma dell’art. 2504-*ter*, nell’ipotesi in cui la società incorporata o la società che partecipa alla fusione possieda azioni proprie, oppure nell’ipotesi in cui la società incorporante possieda azioni delle incorporate, dette azioni non hanno diritto al concambio.

<sup>14</sup> *Cfr.* 2.4.1.1

assume importanza centrale, assolvendo la funzione di “prezzo” delle azioni della società risultante *post* fusione<sup>15</sup>.

### **2.3 Le novità in materia di fusione introdotte dal D.lgs. n. 6/2003**

Il D.lgs. n. 6/2003, in attuazione dei principi e criteri dettati dall’art. 7 della legge 3 ottobre 2001 n. 366<sup>16</sup>, ha apportato diverse modifiche e innovazioni alla disciplina codicistica della fusione. Si elencano di seguito le principali novità introdotte dalla riforma Vietti:

- Vengono ammesse alla fusione le società sottoposte a procedure concorsuali<sup>17</sup>;
- Il nuovo art. 2501-*bis* introduce la disciplina della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento<sup>18</sup>;
- La dicitura “amministratori” è sostituita con “organo amministrativo”, in virtù dell’introduzione dei sistemi di governance monistici e dualistici;
- Sono determinati i requisiti per gli esperti che dovranno redigere la relazione ex art. 2501-*sexies*;
- È introdotta la possibilità di modificare il progetto attraverso la decisione di fusione;
- Il termine “deliberazione” è sostituito da “decisione”, in virtù della nuova regolamentazione delle S.r.l.;
- A norma dell’art. 2503, è ora possibile che un’unica società di revisione, nella redazione della relazione di cui all’art. 2501-*sexies*, attesti che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società renda non necessarie garanzie a tutela dei creditori;
- Viene eliminata la dicitura “società estinte” dall’art. 2504-*bis*;
- È introdotta una disciplina per il primo bilancio successivo alla fusione (art. 2504-*bis*, comma quarto);
- Vengono precisati e semplificati i casi di fusioni eterogenee, di fusioni c.d. semplificate e di fusioni cui non partecipano società con capitale sociale rappresentato da azioni.

---

<sup>15</sup>M. Bergamaschi, “sulla congruità del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche”, *Rivista dei Dottori Commercialisti*, n. 2/2012

<sup>16</sup>*Cfr.* 1.1

<sup>17</sup> L’art. 2501, secondo comma, recita “La partecipazione alla fusione non è consentita alle società in liquidazione che abbiano iniziato la distribuzione dell’attivo”. Nessun problema si pone circa la compatibilità della fusione con le procedure con finalità non liquidatorie. Controversa è, invece, la questione della compatibilità tra fusione e procedure concorsuali liquidatorie. *Cfr.* M. Nicodemo, “Le operazioni straordinarie”, 2010, pp. 208-211

<sup>18</sup> Anche definita *Merger Leveraged Buy-Out*, è oggetto di maggiore approfondimento nel capitolo 3.

## **2.4 Il procedimento di fusione alla luce della riforma del 2003**

La fusione configura una fattispecie a formazione progressiva, integrando così un procedimento complesso, composto da vari elementi anche non coincidenti dal punto di vista temporale<sup>19</sup>.

Il procedimento di fusione può essere scomposto in due fasi principali – fase preparatoria e fase attuativa – che a loro volta si compongono di diversi documenti, i cui contenuti ed estensori sono individuati dalla legge.

### **2.4.1 Fase preparatoria**

La fase preparatoria, nella quale si delineano le caratteristiche contingenti dell'operazione, si compone di quattro documenti: il progetto di fusione, la situazione patrimoniale, la relazione dell'organo amministrativo e la relazione degli esperti.

#### **2.4.1.1 Il progetto di fusione**

Il progetto di fusione, disciplinato dall'art. 2501-ter, costituisce il documento fondamentale della procedura di fusione.

La normativa prevede che l'organo amministrativo delle società partecipanti alla fusione rediga un unico<sup>20</sup> progetto di fusione, e ne identifica gli elementi essenziali.

Il documento in esame rappresenta la formalizzazione degli accordi raggiunti dagli amministratori sulle modalità e sui termini dell'operazione, da sottoporre alle rispettive assemblee per la definitiva approvazione<sup>21</sup>.

A norma dell'art. 2381, comma quarto, la redazione del progetto di fusione non può essere delegata dall'organo amministrativo ad uno o più singoli componenti, o ad un comitato esecutivo.

Per previsione dell'art.2501-ter, dal progetto devono in ogni caso risultare:

---

<sup>19</sup>O. Cagnasso, “Trasformazione, fusione e scissione”, 2012

<sup>20</sup> Il progetto di fusione è un documento unico, anche se deve essere presentato per le varie formalità cui è destinato da tutte le società partecipanti alla fusione. Così Accademia Romana di Ragioneria, nota operativa n. 10/2016

<sup>21</sup> G. Savioli, *op. cit.*

- 1) il tipo, la denominazione o ragione sociale, la sede delle società partecipanti alla fusione;
- 2) l'atto costitutivo della nuova società risultante dalla fusione o di quella incorporante, con le eventuali modificazioni derivanti dalla fusione;
- 3) il rapporto di cambio delle azioni o quote, nonché l'eventuale conguaglio in danaro;
- 4) le modalità di assegnazione delle azioni o delle quote della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 5) la data dalla quale tali azioni o quote partecipano agli utili;
- 6) la data a decorrere dalla quale le operazioni delle società partecipanti alla fusione sono imputate al bilancio della società che risulta dalla fusione o di quella incorporante;
- 7) il trattamento eventualmente riservato a particolari categorie di soci e ai possessori di titoli diversi dalle azioni;
- 8) i vantaggi particolari eventualmente proposti a favore dei soggetti cui compete l'amministrazione delle società partecipanti alla fusione.

I dati di cui al punto 1) sono necessari all'individuazione esatta delle società che partecipano alla fusione. Come anche per gli altri contenuti prescritti dall'art. 2501-ter, la disposizione individua i contenuti minimi, permettendo così ai soggetti redattori di inserire qualsiasi elemento informativo ritenuto utile ai fini della formazione del consenso dei soci delle società partecipanti alla fusione<sup>22</sup>.

La finalità della disposizione al punto 2) è quella di portare a conoscenza dei soci delle società che partecipano alla fusione le regole statutarie cui saranno sottoposti per effetto del perfezionamento della procedura<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup>E. Zanetti, "Il contenuto del progetto di fusione", in *Pratica Fiscale e Professionale*, 44/2006 e 45/2006.

<sup>23</sup> Il progetto di fusione dovrà riportare: nel caso di fusione per incorporazione, lo statuto della società incorporante; nel caso di fusione pura, l'atto costitutivo della società di nuova costituzione.

Il punto 3) deve riportare il rapporto di cambio<sup>24</sup>, oltre l'eventuale conguaglio<sup>25</sup>. Per i soci delle società che partecipano alla fusione, questa informazione assume centrale importanza, poiché tale aspetto incide direttamente sul valore relativo della partecipazione del socio nella società risultante dalla fusione o incorporante.

Nel punto 4) gli estensori sono chiamati ad indicare il modo in cui avverrà il concambio, riferendosi sia a luogo, tempi e procedure che alle operazioni giuridiche attraverso cui si intende reperire le azioni per soddisfare il rapporto di cambio (aumento di capitale sociale, utilizzo di azioni proprie in portafoglio, etc.)<sup>26</sup>.

Il termine di cui al punto 5), coincide generalmente con la data di perfezionamento della fusione – data di esecuzione dell'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art. 2504. Tuttavia, il progetto di fusione può indicare, per espressa previsione dell'art. 2504-*bis*, comma terzo, che la partecipazione agli utili decorra da data anteriore.

Con riferimento al termine da indicare nel punto 6) del progetto, la disciplina codicistica, nell'art. 2504-*bis*, comma terzo, consente che questo decorra da data anteriore.

---

<sup>24</sup>Borsa Italiana S.p.A. definisce il rapporto di cambio come il “numero di azioni o quote della società derivante da un'operazione di fusione, che i soci di una società che si estingue, a seguito della fusione stessa, ricevono in cambio della loro partecipazione originaria”.

Nella pratica professionale, tale rapporto, è calcolato con le modalità di seguito espone.

Siano:

$U_x$ : il valore economico unitario della singola azione della società x

$R_{ab}$ : rapporto di cambio tra le azioni della società incorporante A e quelle della società incorporata B

Il rapporto di cambio in una fusione per incorporazione è calcolato come:  $R =$

$$\frac{U_a}{U_b}$$

Siano:

$W_x$ : il valore della capitale economico della società x

$N_x$ : il numero delle azioni componenti il capitale sociale della società x

$N_{cx}$ : il numero di azioni della costituenda C che spettano alla società x

$R_{cx}$ : il rapporto di concambio tra le azioni della società costituenda C e quelle della società x

Il rapporto di cambio in una fusione per unione è calcolato come:

$$R_{ca} = \frac{N_{ca}}{N_a} R_{cb} = \frac{N_{cb}}{N_b}$$

<sup>25</sup> Il conguaglio in denaro non può essere superiore al dieci per cento del valore nominale delle azioni (o delle quote) assegnate (2501-*ter*, secondo comma)

<sup>26</sup>P.G. Marchetti, “Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni”, in “Rivista del Notariato”, n. 2/1991

La possibilità di *retro*-datare risponde ad esigenze di carattere operativo e la disponibilità di questi termini è concessa in virtù della loro rilevanza esclusivamente interna. In ogni caso, la retrodatazione ha efficacia meramente obbligatoria, mentre è esclusa qualsiasi possibilità di retrodatazione dell'efficacia della fusione con effetto anche verso i terzi (con l'unica eccezione del rapporto con il soggetto terzo rappresentato dall'Erario)<sup>27</sup>.

Nel solo caso di fusione per incorporazione, è ammessa, a norma dell'art. 2504-bis, comma secondo, la posticipazione degli effetti della fusione, da cui la posticipazione di tutti i termini.

L'informativa richiesta al punto 7) ha lo scopo di definire il quadro informativo a favore dei possessori dei titoli indicati<sup>28</sup>.

I vantaggi di cui al punto 8) sono individuabili in eventuali vantaggi economici e/o patrimoniali che gli amministratori possono riservare a loro favore. La previsione di detti vantaggi non è elemento strutturale della fusione, ma costituisce comunque una legittima scelta discrezionale che gli amministratori possono compiere, ferma restando un'idonea informativa ai soci<sup>29</sup>.

Con riferimento ai punti 4), 7) e 8), è da notare che, sebbene i contenuti previsti dall'art. 2501-ter siano essenziali, essi diventano inconferenti quando non sussistono i presupposti dell'informativa richiesta.

La pubblicità del progetto di fusione - per deposito presso il Registro delle imprese o per pubblicazione sul sito internet delle società - è regolata dagli ultimi due commi dell'art. 2501-ter. Tra l'iscrizione o la pubblicazione nel sito Internet del progetto e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione devono intercorrere almeno trenta giorni, salvo che i soci rinuncino al termine con consenso unanime.

#### **2.4.1.2 La situazione patrimoniale**

L'art. 2401-*quater* stabilisce che siano redatte le situazioni patrimoniali delle società che partecipano alla fusione, con riferimento ad una data non anteriore di oltre centoventi giorni dal giorno del deposito del progetto di fusione nella sede della società ovvero sul sito internet di questa.

Il secondo comma del suddetto articolo ammette che la situazione patrimoniale sia sostituita dal bilancio dell'ultimo

---

<sup>27</sup> E. Zanetti, *op. cit.*

<sup>28</sup> L'approvazione delle assemblee speciali (art. 2376) o dell'assemblea degli azionisti (art. 2415) non è elemento necessario del procedimento di fusione.

<sup>29</sup> E. Zanetti, *op. cit.*

esercizio, se questo è stato chiuso non oltre sei mesi prima del giorno del deposito del progetto di fusione.

L'ultimo comma permette di non adempiere alla redazione delle situazioni patrimoniali se acconsentono all'unanimità tutti i soci e i portatori di strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto coinvolti nel procedimento di fusione.

La funzione della situazione patrimoniale è quella di aggiornare i saldi dei conti dell'ultimo bilancio di esercizio<sup>30</sup>, così da fornire ai soci e ai terzi un'informativa aggiornata rispetto all'ultimo bilancio approvato.

Essendo un documento realizzato con finalità informative strumentali all'operazione di fusione, esso è redatto ai soli fini amministrativi e non deve essere necessariamente approvato dai soci, richiedendo la legge la sola approvazione del progetto di fusione<sup>31</sup>.

Il riferimento del legislatore al documento in esame come "situazione patrimoniale" ha fatto emergere due distinte correnti in merito all'effettiva composizione del documento.

Una prima corrente, minoritaria e ampiamente superata, tendeva ad identificare la situazione patrimoniale *ex art. 2501-quater* con lo stato patrimoniale *ex art. 2424*, basando la propria analisi sul dato testuale della norma.

La seconda corrente, maggioritaria ed avallata dalla giurisprudenza oltre che dalla pratica professionale, ritiene che la situazione patrimoniale in oggetto si componga dello stato patrimoniale, del conto economico e, seppure con un contenuto più snello di quello previsto dall'art. 2427, della nota integrativa<sup>32</sup>.

Alla base di tale orientamento sta l'esplicito rinvio alle norme sul bilancio di esercizio, che sembrerebbe richiamare l'esigenza non solo di osservare i criteri, ma anche la struttura prevista dall'art. 2423, primo comma<sup>33</sup>.

In definitiva, la situazione patrimoniale richiesta dall'art. 2501-*quater* - conformemente a quanto affermato dall'OIC,

---

<sup>30</sup> OIC 4, parte prima, par. 4.1

<sup>31</sup>G. Rebecca, "La situazione patrimoniale e il deposito degli atti nella fusione" in *Contabilità Finanza e Controllo - Rivista di gestione aziendale*, agosto-settembre 2009.

In tal senso anche B. Libonati, "I bilanci straordinari", in *Giur. Comm.*, 1982 e *Trib. Cassino*, 27 settembre 1982.

<sup>32</sup>OIC 4, parte prima, par. 4.1

<sup>33</sup> In tal senso, P.G. Marchetti, *op. cit.*

dalla dottrina aziendale e dalla giurisprudenza<sup>34</sup> - si configura come un bilancio di tipo ordinario, la cui straordinarietà riguarda solo il fatto temporale<sup>35</sup>.

#### **2.4.1.3 La relazione dell'organo amministrativo**

L'art. 2501-*quinquies* chiama l'organo amministrativo a predisporre una relazione che illustri con maggiore chiarezza e più approfonditamente quanto contenuto nel progetto di fusione e nella situazione patrimoniale, posto che il primo potrebbe risultare eccessivamente sintetico e la seconda, poiché redatta secondo la disciplina del bilancio d'esercizio, potrebbe non cogliere il valore economico del capitale sociale<sup>36</sup>.

La finalità di tale relazione è quella di fornire, ai soci ed ai terzi, un ulteriore supporto informativo affinché ciascuno possa esprimere nei confronti della fusione la decisione che maggiormente risponde agli interessi di cui è portatore<sup>37</sup>.

Il contenuto, predeterminato e tassativo, è stabilito dai primi tre commi dell'art. 2501-*quinquies*, a norma dei quali dalla relazione dell'organo amministrativo devono risultare le ragioni, economiche e giuridiche, dell'operazione; l'illustrazione e la giustificazione del rapporto di cambio; la definizione dei criteri di determinazione del rapporto di cambio e le eventuali difficoltà incontrare dagli amministratori.

Illustrare e giustificare l'operazione "sotto il profilo economico" sta a significare che l'organo amministrativo deve indicare le motivazioni di carattere aziendale che lo hanno spinto a ricorrere alla fusione; l'illustrazione e la giustificazione della fusione "sotto il profilo giuridico", implica che l'organo amministrativo debba rendere noto quali siano le conseguenze della fusione sui diritti dei soci e quali siano le caratteristiche della nuova società di cui i soci entreranno a far parte<sup>38</sup>.

Fulcro della relazione è l'illustrazione e giustificazione del rapporto di cambio, elemento questo che, seppur già esplicitato nel progetto di fusione, necessita di un'informativa più

---

<sup>34</sup>Trib. Udine, 6 ottobre 2000, in Soc, 2001, 200, osservazioni di Fregonara; App. Milano, 23 maggio 2003, in Soc, 2004, V, 610

<sup>35</sup> P.G. Marchetti, *op. cit.*

<sup>36</sup> Il capitale economico - anche chiamato "capitale in sede di cessione" - di una società è definito come "il valore del complesso di tutte le condizioni di produzione stimato da un perito indipendente" (A. Mechelli, materiali didattici del corso di "Revisione, deontologia e tecnica professionale", A.A. 2017-2018). Dalla situazione patrimoniale, invece, emerge il valore contabile della società; tale valore, oltre ad essere basato sul costo storico, risente delle politiche di bilancio.

<sup>37</sup>G. Bonfrate *et al.*, "Atti societari – Formulario commentato", 2017

<sup>38</sup>N. Abriani, "Codice delle società", 2016

approfondita<sup>39</sup>. La norma richiede che l'organo amministrativo, nella sua relazione, renda noti i criteri seguiti nella determinazione del rapporto di cambio e segnali le eventuali difficoltà riscontrate durante la valutazione.

Dal tenore letterale dell'art. 2501-*quinquies* non è chiaro se la relazione dell'organo amministrativo sia unica per tutte le società che partecipano alla fusione, oppure se ciascun organo amministrativo sia chiamato a predisporre una propria relazione.

Sebbene in dottrina abbiano trovato affermazione entrambe le teorie<sup>40</sup>, la redazione di più relazioni, una per ciascuna società che partecipa alla fusione, sembra preferibile, principalmente in virtù della lettera dell'art. 9 della terza direttiva comunitaria che recita: “Gli organi di amministrazione o di direzione di ciascuna delle società partecipanti alla fusione redigono ciascuno una relazione scritta particolareggiata [...]”.

È pacifico che, sebbene di diverso contenuto letterale, tutti i documenti in esame debbano essere di contenuto sostanzialmente analogo; sarebbe inammissibile che esigenze procedurali e opinioni di merito variassero tra l'una e l'altra società rendendo inconciliabili posizioni distinte destinate a confluire in un'unica entità operativa<sup>41</sup>.

Il comma terzo dell'art. 2501-*quinquies*, introdotto dal D.lgs. n. 123/2012, impone all'organo amministrativo di segnalare, ai soci e agli altri organi amministrativi, le modifiche rilevanti degli elementi dell'attivo e del passivo eventualmente intervenute tra la data di deposito del progetto di fusione presso la sede sociale e la data di delibera della fusione.

Con tale previsione il legislatore vuole assicurare ai soci la disponibilità di tutte le informazioni, per poter così addivenire ad una decisione coerente con gli interessi di cui sono portatori.

Il comma di chiusura<sup>42</sup> dell'art. 2501-*quinquies* prevede, come anche per la situazione patrimoniale, che i soci ed i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto

---

<sup>39</sup> L'informativa che deve essere resa nel progetto di fusione in merito al rapporto di cambio può essere sintetica, proprio in virtù di una più dettagliata esposizione nella relazione ex art. 2501-*quinquies*

<sup>40</sup> A favore della redazione di un documento unico *cf.* S. Cacchi Pessani, Relazione dell'organo amministrativo, sub art. 2501-*quinquies*, in Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari, 2006; *contra cf.* C. Santagata, “Le fusioni”, in Tratt. Colombo-Portale, VII, 1, 2004

<sup>41</sup> G. Bonfrate *et al.*, *op. cit.*

<sup>42</sup> Ossia il comma quarto, anch'esso introdotto dal D.lgs. n. 123/2012

di voto possano, all'unanimità, rinunciare alla relazione dell'organo amministrativo.

#### 2.4.1.4 La relazione degli esperti

A seguito della relazione dell'organo amministrativo, il legislatore, nell'art. 2501-*sexies*, richiede che uno o più esperti redigano un'ulteriore relazione.

La relazione ex art. 2501-*sexies* ha funzione integratrice della tutela apprestata dal 2501-*quinquies*<sup>43</sup>, si tratta infatti di un vaglio preventivo e imparziale ad opera di uno o più esperti in merito al rapporto di cambio<sup>44</sup>.

Non si tratta, dunque, di un'ulteriore determinazione del rapporto di cambio, bensì di una rilettura critica della relazione dell'organo amministrativo, peraltro circoscritta al suo nucleo economico: il rapporto di cambio<sup>45</sup>.

Il contenuto della relazione degli esperti, determinato dalla legge nei primi due commi dell'art. 2501-*sexies*, può essere diviso in due sezioni: la prima di carattere descrittivo, la seconda invece valutativa.

Nella sezione descrittiva, gli esperti sono chiamati ad indicare “a) il metodo o i metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio proposto e i valori risultanti dall'applicazione di ciascuno di essi; b) le eventuali difficoltà di valutazione”.

Nella sezione valutativa, invece, gli estensori sono chiamati ad esprimere “un parere sull'adeguatezza del metodo o dei metodi seguiti per la determinazione del rapporto di cambio e sull'importanza relativa attribuita a ciascuno di essi nella determinazione del valore adottato”.

Gli esperti sono dunque chiamati a ripercorrere l'*iter* logico seguito dagli amministratori nella propria relazione, nonché il procedimento dagli stessi adottato per la determinazione del rapporto di cambio<sup>46</sup>.

Punto centrale della relazione degli esperti è proprio la congruità del rapporto di cambio. Dal momento che il legislatore non stabilisce quali criteri di valutazione seguire, tale congruità

---

<sup>43</sup>V. Zambrano, F. Sbarbaro, Relazione degli esperti. Art. 2501-*sexies*, in P. Cendon (a cura di) “Commentario al Codice Civile. Artt. 2484-2510. Scioglimento e liquidazione. Trasformazione, fusione e scissione”, 2010

<sup>44</sup>D. Santosuosso (a cura di), “Commentario del Codice Civile. Della Società - Dell'Azienda - Della Concorrenza - Vol. III (Artt.2452-2510)”,2015

<sup>45</sup> V. Zambrano, F. Sbarbaro, *op. cit.*

<sup>46</sup> D. Santosuosso (a cura di), *op. cit.*

si risolve in ragionevole, motivata e non arbitraria scelta valutativa e metodologica e sussiste sempre che non appaiano scelte logicamente contraddittorie, estranee ed ingiustificate rispetto alle esperienze ed opinioni seguite e sostenute dai tecnici del settore<sup>47</sup>.

È da evidenziare che il parere degli esperti sulla congruità del rapporto di cambio non è vincolante per l'assemblea, sia esso positivo o negativo<sup>48</sup>.

Il comma terzo dell'art. 2501-*sexies* individua sia le caratteristiche di cui devono essere in possesso gli esperti, sia le modalità della loro nomina.

Visto l'espresso rinvio all'art. 2409-*bis*, possono redigere la relazione ex art. 2501-*sexies* i revisori legali dei conti e le società di revisione iscritti nell'apposito registro tenuto presso il Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Nei soli casi in cui la società incorporante o la società risultante dalla fusione sia una società per azioni o in accomandita per azioni, gli esperti sono designati dal Tribunale del luogo in cui ha sede la società<sup>49</sup>. La designazione giudiziale viene così a costituire eccezione alla regola generale, sebbene abbia un ambito applicativo piuttosto ampio<sup>50</sup>.

A norma del quarto comma dell'art. 2501-*sexies*, le società partecipanti alla fusione possono congiuntamente richiedere al tribunale la nomina di uno o più esperti comuni. La nomina dell'esperto comune sarebbe auspicabile, oltre che per motivi di economicità, in quanto garantisce omogeneità valutativa in merito al rapporto di cambio<sup>51</sup>.

---

<sup>47</sup> P.G. Marchetti, *op. cit.*; ancora, il rapporto di cambio può essere definito congruo quando attribuisce ai soci delle società partecipanti una partecipazione nella società *post* fusione di valore "sostanzialmente equivalente" a quella della partecipazione detenuta prima della fusione, *cf.* L.A. Bianchi, "La congruità del rapporto di cambio nella fusione", 2012

<sup>48</sup> In tal senso *cf.* A. Sacchi, "Attività diverse dalla revisione contabile in senso stretto attribuite al Revisore dalla riforma del diritto societario e dal TUIF: fusione, aumento di capitale, acconti sui dividendi (prima parte)", in *Il controllo nelle società e negli enti*, 2005

<sup>49</sup> Se la società è quotata in mercati regolamentati, l'esperto è scelto fra le società di revisione sottoposte alla vigilanza della CONSOB.

<sup>50</sup> V. Zambrano, F. Sbarbaro, *op. cit.*, nella quale gli autori individuano la ratio di tale articolazione nella generale tendenza alla semplificazione della disciplina delle S.r.l

<sup>51</sup> Gaeta, sub art. 2501-*septies*, in Fauceglia, Schiano di Pepe (a cura di), *Codice commentato delle S.p.A.*, 2007. Sul punto, la dottrina ha precisato che, qualora non si pervenga alla nomina comune, sarebbe opportuno che le società chiedano agli esperti di procedere ad una relazione "congiunta", *cf.* C. Santagata, "Le fusioni", *op. cit.*

Il comma quinto dell'articolo in esame riconosce, in capo agli esperti, il diritto di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica. Resta fermo il dovere per gli estensori di mantenere la riservatezza delle informazioni ottenute dalle società partecipanti<sup>52</sup>.

Nel caso in cui gli esperti non ottengano le informazioni richieste dalle società partecipanti alla fusione possono ricorrere all'esecuzione coattiva dell'obbligo di fare o di consegnare<sup>53</sup>. L'eventuale rifiuto degli organi sociali a collaborare deve essere segnalato dagli esperti, rientrando tale fattispecie nelle eventuali difficoltà di valutazione di cui al comma primo, lettera b, dell'art. 2501-*sexies*.

Di fondamentale importanza è il comma sesto dell'art. 2501-*sexies*, nel quale il legislatore individua il regime di responsabilità cui è sottoposto l'esperto.

L'esperto, infatti, risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi; inoltre, per espresso rinvio, si applicano le disposizioni dell'articolo 64 c.p.c.

Sebbene in dottrina non vi sia unanimità al riguardo, sembra ipotizzabile, in capo all'esperto, una responsabilità contrattuale verso la società, nei limiti di cui all'art. 2236, ed extracontrattuale verso i soci ed i terzi creditori<sup>54</sup>.

A norma del settimo comma dell'art. 2501-*sexies*, agli esperti cui è affidata la relazione in esame, in ipotesi di fusione di società di persone con società di capitali, è affidata anche la redazione della relazione di stima del patrimonio della società di persone a norma dell'art. 2343.

L'ottavo, ed ultimo, comma, come anche per la situazione patrimoniale e la relazione dell'organo amministrativo, prevede la possibilità di non procedere alla relazione *de qua* quando i soci e i possessori di altri strumenti finanziari che attribuiscono il diritto di voto di ciascuna società partecipante alla fusione vi rinunciano all'unanimità.

---

<sup>52</sup> C. Santagata, "Le fusioni", op. cit.

<sup>53</sup> Appello di Lecce, dec., 10.11.2006, in G. Bonilini *et al.* (a cura di), "Codice civile commentato – Artt. 1678-2969", 2012

<sup>54</sup> C. Riviezzo (a cura di), "L'impresa in tempo di crisi. Riorganizzazione e strumenti di soluzione dell'insolvenza – Rapporti di lavoro, con banche e fisco", 2012. *Contra* C. Santagata, "Operazioni straordinarie e responsabilità", in RS, 2004

## 2.4.2 Fase attuativa

La fase attuativa si compone, innanzi tutto, del deposito ai sensi dell'art. 2501-*septies* dei documenti redatti nella fase preparatoria e poi della decisione in ordine alla fusione, attraverso cui i soci esprimono il loro parere in merito all'operazione. La fase attuativa si conclude con la redazione e l'iscrizione dell'atto di fusione.

### 2.4.2.1 Deposito degli atti

Il deposito degli atti, previsto dall'art. 2501-*septies*, determina il punto di passaggio dalla fase preparatoria a quella attuativa. È infatti sulla base delle informazioni contenute nei documenti depositati che viene a formarsi il consenso del socio.

Il legislatore, per far sì che ogni socio possa essere adeguatamente informato in merito all'operazione di fusione, richiede, nel primo comma dell'art. 2501-*septies*, che restino depositati in copia nella sede delle società partecipanti alla fusione ovvero pubblicati sul sito Internet delle stesse, durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione, e finché la fusione sia decisa:

- Il progetto di fusione con le relazioni, ove redatte, dell'organo amministrativo e degli esperti;
- I bilanci degli ultimi tre esercizi delle società partecipanti alla fusione, con le relazioni dei soggetti cui compete l'amministrazione e la revisione legale<sup>55</sup>;
- le situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione ove redatte a norma dell'articolo 2501-*quater*<sup>56</sup>.

È importante sottolineare che deve ricorrere l'identità, per tutte le società, del *dossier* documentale che viene depositato. Presso ogni sede dovranno essere resi disponibili tutti documenti di tutte le società che partecipano alla fusione<sup>57</sup>.

---

<sup>55</sup> La dottrina ha posto in evidenza che oggetto del deposito devono essere esclusivamente bilanci riferiti ad esercizi chiusi e che sono stati oggetto di approvazione dell'assemblea, con i relativi allegati. *Cfr.* G. Bonilini *et al.* (a cura di), *op. cit.*

<sup>56</sup> Quando si utilizza il bilancio d'esercizio in luogo della situazione patrimoniale ex art. 2501-*quater*, non è necessario che siano depositati i bilanci degli ultimi tre esercizi. *Cfr.* Gaeta, *op. cit.*

<sup>57</sup> G. Bonfrate *et al.*, *op. cit.*, a tal proposito, lo stesso autore, identifica nella consultazione di tutti i documenti di tutte le società lo strumento a

Di rilievo anche la possibilità che l'obbligo di cui all'articolo 2501-*septies* sia correttamente adempiuto mediante il deposito dei documenti ivi elencati anche in date diverse<sup>58</sup>.

Il codice civile prevede che tali atti restino depositati nella sede o pubblicati sul sito della società durante i trenta giorni che precedono la decisione in ordine alla fusione.

Tuttavia, essendo il deposito previsto a tutela dei soci, è nella disponibilità di questi la rinuncia al termine<sup>59</sup> di trenta giorni, purché consti il consenso unanime<sup>60</sup>.

L'osservanza dei termini per il deposito presso la sede della società della documentazione prescritta dall'art. 2501-*septies* deve risultare dalla delibera assembleare di fusione ovvero da un'attestazione degli amministratori e dei sindaci<sup>61</sup>.

#### **2.4.2.2 Decisione in ordine alla fusione**

L'art. 2502 stabilisce che la fusione è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano mediante approvazione del relativo progetto.

Sebbene il codice civile non contenga alcuna previsione in merito, sembra opportuno che si addivenga ad una decisione in merito alla fusione in tempi non eccessivamente lunghi. È infatti possibile che, nel tempo che intercorre tra l'avvio dell'operazione ed il suo perfezionamento, le società che partecipano all'operazione pongano in essere operazioni sul capitale non funzionali alla fusione stessa<sup>62</sup>. Dunque, il limite massimo fra il deposito per l'iscrizione del progetto di fusione e la delibera assembleare di approvazione del progetto può stabilirsi in sei mesi<sup>63</sup>.

L'approvazione, nelle società di capitali, avviene secondo le norme previste per la modificazione dell'atto

---

disposizione del socio per giungere ad un'esatta idea di come sarà la propria situazione dopo la fusione.

<sup>58</sup>Massima n. 87 del Consiglio Notarile di Milano. In tal caso il termine di trenta giorni previsto dalla legge - ove non rinunciato all'unanimità dai soci - deve essere rispettato con riferimento al deposito dell'ultimo documento.

<sup>59</sup>L. Russo in N. Abriani, "Codice delle società", 2016: "Ciò che è rinunciabile è solo il termine che intercorre tra il deposito dei documenti informativi presso la sede sociale e la decisione dei soci sulla fusione, e non anche il deposito dello stesso."

<sup>60</sup>Secondo L.A. Bianchi, *op. cit.*, sarebbe da escludersi una clausola statutaria che, *ex ante*, determini la rinuncia al termine di cui all'art. 2501-*septies*.

<sup>61</sup>In tal senso T. Napoli, 24.11.1994, in G. Bonilini *et al.* (a cura di), *op. cit.*

<sup>62</sup>M. Nastri *et al.*, "Il capitale sociale e le operazioni straordinarie", 2012

<sup>63</sup>Massima L.A.2, Comitato Triveneto dei notai

costitutivo o statuto, se questi ultimi non dispongono diversamente.

L'art. 2365 prevede che sia l'assemblea straordinaria a deliberare sulle modifiche dello statuto, rispettando i *quorum* previsti dall'art. 2368, comma secondo.

L'interpretazione dell'art. 2502, in merito all'individuazione dei *quorum* deliberativi necessari per la fusione, pone una questione nei casi in cui l'atto costitutivo o lo statuto richiedano maggioranze più elevate di quelle richieste dal codice civile.

Sul tema si veda la massima n. 21 del Consiglio Notarile di Milano, secondo cui “L'art. 2502 c.c. (dettato in tema di fusione e applicabile alla scissione per effetto del richiamo contenuto nell'art. 2506 ter ultimo comma c.c.) nella parte in cui prevede che la fusione, nelle società di capitali, è decisa da ciascuna delle società che vi partecipano secondo le norme previste per la modificazione dell'atto costitutivo o statuto va intesa nel senso che qualora siano introdotte clausole statutarie nuove o difformi da quelle contenute nello statuto della incorporata o della scissa per la cui adozione la legge o lo statuto richieda maggioranze più elevate (di quelle genericamente previste dal c.c. per le modifiche statutarie) la adozione della delibera di fusione o di scissione deve essere presa con la maggioranza più elevata”.

Il D.lgs. n. 6/2003 ha introdotto la c.d. modificabilità del progetto di fusione<sup>64</sup>, prevedendone al tempo stesso i limiti. Infatti, a norma dell'ultimo comma dell'art. 2502, vi è la possibilità che la decisione di fusione apporti al progetto *ex art. 2501-ter* solo le modifiche che non incidono sui diritti dei soci o dei terzi.

La possibilità di modificare il progetto di fusione permette di tener conto di eventuali situazioni sorte tra l'iscrizione del progetto nel registro delle imprese e la decisione dei soci, oltre che di porre rimedio ad eventuali errori di redazione del documento<sup>65</sup>.

I terzi che l'ultimo comma dell'art. 2502 intende tutelare sono pacificamente identificabili nei creditori sociali<sup>66</sup>, più specificamente quei soggetti che vantano diritti di credito sorti dopo l'iscrizione del progetto presso il registro delle imprese<sup>67</sup>.

---

<sup>64</sup> Possibilità non prevista dalla normativa previgente nella quale “non vi è alternativa tra l'approvazione e la non approvazione del progetto di fusione”, P.G. Marchetti, *op. cit.*, 1991

<sup>65</sup> N. Abriani, *op. cit.*

<sup>66</sup> D. Santosuosso (a cura di), *op. cit.*

<sup>67</sup> O. Cagnasso, Commento agli artt. 2502 e 2502 bis, in G. Cottino *et al.*, “Il nuovo diritto societario, commentario”, 2004

Tutti gli altri creditori, infatti, possono esercitare il diritto d'opposizione loro concesso dall'art. 2503.

Le modifiche che l'assemblea non può attuare sono quelle che portano ad una diminuzione delle garanzie patrimoniali che la società garantisce ai propri creditori, ossia quelle che incidono sul numero e tipo di società coinvolte nella fusione e quelle che portano ad una diminuzione del capitale sociale<sup>68</sup>.

Con riferimento ai diritti dei soci, le modifiche vietate sono quelle che incidono direttamente sulla posizione individuale del socio<sup>69</sup>.

La *ratio* risiede nella volontà del legislatore di presidiare il diritto di ciascun socio a mantenere ferme le condizioni dell'operazione negli stessi termini in cui l'ha conosciuta, quale definita nel progetto<sup>70</sup>.

Tuttavia, la decisione dei soci in ordine alla fusione può apportare al progetto anche modifiche che incidano sui diritti dei soli soci (e non dei terzi), a condizione che tale decisione venga approvata con il consenso di tutti i soci rappresentanti l'intero capitale sociale di ciascuna delle società partecipanti alla fusione<sup>71</sup>.

Gli elementi modificabili, allora, risultano essere: opzioni fra soluzioni alternative lasciate aperte nel progetto, in base però a criteri predeterminati; modalità tecniche di assegnazione delle azioni di concambio; in genere, rettifiche o integrazioni di carattere tecnico e di dettaglio<sup>72</sup>.

L'art. 2502 prevede, per le società di persone, la facoltà di recesso per il socio che non abbia consentito alla fusione.

Per quanto concerne le società di capitali, l'art. 2473 individua nel mancato consenso del socio alla fusione una delle cause di recesso. Per le S.p.A. e le S.a.p.A. il legislatore non ha individuato nel mancato consenso alla fusione una causa di recesso, pertanto troverà applicazione la normale disciplina del recesso<sup>73</sup>.

La disciplina della decisione di fusione si chiude con l'art. 2502-*bis*, a norma del quale "la deliberazione di fusione

---

<sup>68</sup> N. Abriani, *op. cit.*

<sup>69</sup> F. Magliulo, "La fusione delle società", 2009

<sup>70</sup> G. Bonfrate *et al.*, *op. cit.*

<sup>71</sup> Così la massima L.D.9 del Comitato Triveneto dei Notai

<sup>72</sup> D. Santosuosso (a cura di), *op. cit.*

<sup>73</sup> Art. 2473 e ss. Sul punto si veda anche la massima L.A.9 del Comitato Triveneto dei Notai

delle società previste nei capi V, VI e VII deve essere depositata per l'iscrizione nel registro delle imprese, insieme con i documenti indicati nell'articolo 2501-*septies*. Si applica l'articolo 2436”.

Con tale disposizione il legislatore ha voluto sottoporre la delibera di fusione al controllo notarile e dall'eventuale controllo giudiziario<sup>74</sup>.

I documenti da depositare insieme alla delibera sono solamente quelli che non sono mai stati depositati, purché dal verbale risulti l'avvenuto deposito dei documenti che non si intende allegare alla delibera di fusione<sup>75</sup>.

#### 2.4.2.3 Atto di fusione

L'atto di fusione rappresenta l'ultimo dei documenti che devono essere redatti affinché il complesso *iter* procedurale finora esposto permetta di addivenire alla fusione delle società coinvolte. Infatti, l'atto di fusione ratifica e realizza l'operazione di fusione, segnando il momento di confusione delle organizzazioni e dei patrimoni delle società coinvolte<sup>76</sup>.

Il dispositivo dell'art. 2504 richiede che l'atto *de quo* sia redatto nella forma dell'atto pubblico *ad substantiam*<sup>77</sup>.

A norma dell'art. 2503, l'atto di fusione non può essere stipulato prima che siano decorsi sessanta giorni dalle iscrizioni previste dall'art. 2502-*bis*, salvo che ricorrano i casi individuati dall'art. 2503 stesso.

L'atto di fusione deve poi essere depositato per l'iscrizione<sup>78</sup>, entro trenta giorni, nell'ufficio del registro delle imprese dei luoghi ove è posta la sede delle società partecipanti alla fusione, di quella che ne risulta o della società incorporante.

Il deposito per l'iscrizione compete, in prima istanza, al notaio ed in caso di sua inerzia, il compito spetta agli amministratori della società che esita dalla fusione<sup>79</sup>. In tal caso, il termine di 30

---

<sup>74</sup>N. Abriani, *op. cit.*

<sup>75</sup> Massima L.A.3 del Comitato Triveneto dei Notai

<sup>76</sup> M. Nicodemo, *op. cit.*

<sup>77</sup>E. Civerra, “le operazioni straordinarie”, 2008

<sup>78</sup> Unitamente all'atto devono essere depositati anche i documenti comprovanti il completo espletamento dell'*iter* ed il soddisfacimento delle garanzie spettanti ai creditori degli enti coinvolti ed agli obbligazionisti, *cf.* C. Santagata, “Le fusioni”, *op. cit.*

<sup>79</sup> M. Nicodemo, *op. cit.*

giorni decorre dal momento in cui gli amministratori vengono a conoscenza dell'omissione del notaio<sup>80</sup>.

L'ultimo comma dell'art. 2504 individua la sequenza temporale secondo cui il deposito dell'atto di fusione deve avvenire. Infatti, il deposito relativo alla società risultante dalla fusione o di quella incorporante non può precedere quelli relativi alle altre società partecipanti alla fusione.

L'iscrizione dell'atto di fusione nel registro delle imprese ha efficacia costitutiva degli effetti della fusione<sup>81</sup>, ma ha anche valenza preclusiva della declaratoria di invalidità – a norma dell'art. 2504-*quater*.

Infatti, compiute le iscrizioni previste dall'art. 2504, comma secondo, l'invalidità della fusione non può essere pronunciata. La norma, escludendo espressamente che l'invalidità possa essere pronunciata, implica che anche la domanda proposta anteriormente non potrà più proseguire<sup>82</sup>.

Resta comunque salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione<sup>83</sup>.

Tuttavia, la preclusione alla pronuncia di invalidità sembra non avere portata generale; infatti “l'efficacia sanante può ritenersi operante, soltanto con riferimento alle cause che attengano al procedimento o a requisiti particolari dell'operazione negoziale, e non anche con riferimento a quelle che contrastino con norme o principi di ordine pubblico”<sup>84</sup>.

Essendo il deposito dell'atto di fusione l'ultimo degli adempimenti necessari affinché si perfezioni la fusione, gli effetti della fusione, secondo quanto disposto dall'art. 2504-*bis*,

---

<sup>80</sup>F. Scardulla, “La trasformazione e la fusione”, 1989

<sup>81</sup> M. Nicodemo, *op. cit.*

<sup>82</sup>G. Alpa *et al.*, “Codice civile commentato – tomo III”, 2013

<sup>83</sup> “L'esecuzione di una delibera di fusione affetta da vizi, benché divenuta inattaccabile sotto il profilo dell'invalidità, infatti, determina il diritto al risarcimento del danno - ove accertato - in capo ai soggetti a tanto legittimati. L'art. 2504-*quater*, comma 2, pertanto, prevede una “compensazione” a fronte del limitato rilievo della tutela reale, rappresentata dalla previsione di un'azione risarcitoria, in luogo di un'azione di responsabilità, il cui presupposto è nell'inadempimento degli obblighi di legge posti a carico dei soggetti componenti dell'organo di amministrazione, di controllo e degli esperti e non già nel mero compimento dell'atto dannoso”, così G. M. Maddalena, “Il titolo della responsabilità della società per il danno da fusione”, in “Sistema Società”, Nov. 2011, n. 11/12

<sup>84</sup> CdS, 14.10.2004, n. 6670

si producono quando è stata eseguita l'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art. 2504<sup>85</sup>.

Per effetto della fusione la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione.

Oltre alla normale decorrenza degli effetti della fusione – ovvero dall'ultima delle iscrizioni prescritte dall'art.2504 – il legislatore consente che questi ultimi possano essere convenzionalmente *post*-datati o *retro*-datati.

La *post*-datazione è ammessa dal secondo periodo del secondo comma dell'art. 2504. La norma, infatti, consente che nella fusione mediante incorporazione possa essere stabilita una data successiva per la decorrenza degli effetti.

La possibilità di *post*-datare gli effetti della fusione è concessa solamente in caso di fusione per incorporazione, è infatti evidente che nella fusione pura la nascita della società nuova non può avvenire prima e indipendentemente dalla “confusione” dei patrimoni sociali delle società partecipanti all'operazione<sup>86</sup>.

La *retro*-datazione, invece, consente ai soci di anticipare convenzionalmente la data cui fanno riferimento i numeri 5) e 6) dell'art. 2501-*ter*.

La facoltà di *retro*-datare alcuni degli effetti della fusione è limitata a quanto disposto dal codice civile. Infatti, sono *retro*-databili solamente gli effetti contabili e reddituali<sup>87</sup>. Sarebbe invece invalida la *retro*-datazione degli effetti legali dell'operazione medesima, in quanto potrebbe ledere gli interessi e l'affidamento dei terzi<sup>88</sup>.

## **2.5 La tutela dei soci, dei creditori e degli obbligazionisti**

Vista la complessità dell'operazione, le importanti modificazioni che ne conseguono e la rilevanza degli interessi di cui sono portatori i soggetti coinvolti, il legislatore si preoccupa

---

<sup>85</sup> All'iscrizione nel registro delle imprese conseguono gli effetti previsti dall'art. 2448, per espresso rinvio dell'art. 2505-*ter*.

<sup>86</sup> “Arduo, anche da un punto di vista logico, concepire un soggetto giuridico (la società risultante dalla fusione) esistente (in quanto la fusione è stata regolarmente stipulata e resa pubblica), ma privo di patrimonio (in quanto la fusione non ha prodotto i suoi effetti) e dunque incapace di fungere da centro di imputazione di responsabilità”, Relazione di accompagnamento al D.lgs. n. 22/1991

<sup>87</sup> Entrambi effetti interni e nella disponibilità dei soci

<sup>88</sup> G. Alpa *et al.*, *op. cit.*

di garantire adeguata tutela ai soci, ai creditori ed agli obbligazionisti.

La tutela dei soci è assicurata, in via generale, dal rigore e dalla formalità cui è sottoposto l'*iter* procedurale: è infatti nell'interesse dei soci che vengono prodotti i documenti e tutta l'informativa necessari affinché si possa perfezionare la fusione.

Inoltre, a tutela dei soci, l'ordinamento prevede il diritto al risarcimento del danno subito *ex art. 2504-quater* e, seppure limitatamente alle società di persone ed alle S.r.l., la possibilità di recedere<sup>89</sup>.

I creditori sono tutelati attraverso la possibilità, *ex art. 2503*, di fare opposizione alla fusione. La *ratio* di tale norme risiede nel fatto che la fusione ha come effetto la confusione dei patrimoni delle società fuse, cosicché i creditori di ogni società si troveranno a concorrere, con i creditori di tutte le altre, sull'unico patrimonio risultante dall'operazione stessa<sup>90</sup>.

I creditori legittimati potranno fare opposizione nel corso dei 60 giorni che devono intercorrere tra le iscrizioni previste dall'art. 2502-*bis* e l'atto di fusione, come previsto dall'art. 2503, comma primo.

Legittimati all'opposizione sono solamente i creditori sorti prima della pubblicazione del progetto di fusione, e quindi non coloro i quali abbiano acquisito un credito verso la società dopo la suddetta pubblicazione. Infatti, per questi ultimi, si presume che abbiano avuto conoscenza della fusione, visto il regime di pubblicità cui è sottoposto il procedimento di fusione<sup>91</sup>.

La legittimazione spetta anche al socio creditore, sempre che non abbia espresso voto favorevole alla fusione in sede di assemblea<sup>92</sup>.

I soggetti legittimati, affinché possano effettivamente esercitare il diritto all'opposizione, devono motivare la propria opposizione e dimostrare che la fusione arrechi loro pregiudizio<sup>93</sup>.

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

---

<sup>89</sup> Art. 2502 ed art. 2473

<sup>90</sup>B. Dei *et al.*, "Manuale di contabilità fiscale", 2013

<sup>91</sup> N. Abriani, *op. cit.*

<sup>92</sup> T. Genova 13.7.1992, in G. Bonilini *et al.*, *op. cit.*

<sup>93</sup>G. Bonilini *et al.*, *op. cit.*

per soddisfare tutti i creditori), l'opposizione viene accolta e, conseguentemente, la fusione non può essere attuata<sup>94</sup>.

L'art. 2503 opera un espresso rinvio all'ultimo comma dell'art. 2445, a norma del quale 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.

Tuttavia, l'art. 2503, derogando alla disciplina fin qui illustrata, individua dei particolari casi in cui possa attuarsi la c.d. fusione "anticipata".

Infatti, la fusione può essere perfezionata prima del termine di 60 giorni quando:

- Consta il consenso dei creditori<sup>95</sup> delle società partecipanti;
- Vi sia il pagamento dei creditori che non hanno dato il consenso;
- Si proceda al deposito presso una banca delle somme corrispondenti;
- La relazione di cui all'articolo 2501-*sexies* sia redatta, per tutte le società partecipanti alla fusione, da un'unica società di revisione la quale asseveri, sotto la propria responsabilità ai sensi del sesto comma dell'articolo 2501-*sexies*, che la situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione rende non necessarie garanzie a tutela dei suddetti creditori.

La tutela degli obbligazionisti è disciplinata dall'art. 2503-*bis*, il quale salvaguarda i loro diritti con modalità diverse in base alla convertibilità o meno del prestito obbligazionario.

Infatti, i possessori di obbligazioni delle società partecipanti alla fusione possono fare opposizione a norma dell'articolo 2503<sup>96</sup>, salvo che la fusione sia approvata dall'assemblea degli obbligazionisti.

Ai possessori di obbligazioni convertibili, invece, deve essere data facoltà, mediante avviso pubblicato in Gazzetta Ufficiale almeno novanta giorni prima dell'iscrizione del progetto di

---

<sup>94</sup>V. Sangiovanni, "Fusione di società e opposizione dei creditori", in *Contratto e impresa*, n. 6/2010

<sup>95</sup> Ovviamente si fa riferimento ai creditori legittimati all'esercizio del diritto di opposizione

<sup>96</sup> Il richiamo di tale articolo spinge a ritenere che il diritto d'opposizione compete solo all'obbligazionista che sia diventato tale prima dell'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese, *Cfr.* N. Abriani, *op. cit.*

fusione, di esercitare il diritto di conversione nel termine di trenta giorni dalla pubblicazione dell'avviso.

In questo modo, gli obbligazionisti che decidono di esercitare la facoltà di conversione divengono soci ed in quanto tali parteciperanno alla fusione.

Invece, ai possessori di obbligazioni convertibili che non abbiano esercitato la facoltà di conversione devono essere assicurati diritti equivalenti<sup>97</sup> a quelli loro spettanti prima della fusione, salvo che la modificazione dei loro diritti sia stata approvata dall'assemblea prevista dall'articolo 2415.

## **2.6 Il primo bilancio dopo la fusione**

Con la riforma del 2003 è stata introdotta, nel novellato art. 2504-*bis*, la disciplina concernente i criteri di formazione del primo bilancio successivo alla fusione.

Il legislatore, dunque, ha accolto la tesi, sostenuta dalla dottrina maggioritaria già anteriormente alla riforma, secondo la quale le fusioni (e le scissioni) devono intendersi assoggettate all'obbligo della continuità contabile<sup>98</sup>.

In forza di tale principio nel primo bilancio successivo alla fusione le attività e le passività sono iscritte ai valori risultanti dalle scritture contabili<sup>99</sup> alla data di efficacia della fusione medesima.

Dal consolidamento dei sistemi contabili delle società che partecipano alla fusione, nel rispetto del suddetto principio della continuità contabile, emergono quelle che sono comunemente definite “differenze di fusione”.

Tali differenze di fusione sono originate dalla divergenza tra patrimonio netto contabile delle società incorporate e il valore dell'aumento del capitale sociale dell'incorporante o del valore

---

<sup>97</sup> Diritti equivalenti significa che di regola gli obbligazionisti convertibili mantengono il diritto alla conversione anche nella incorporante o nella società che risulta dalla fusione. Il rapporto di conversione, perché sia assicurata l'equivalenza rispetto alla situazione preesistente, dovrà essere mutato in relazione al rapporto di cambio, *Cfr.* P. G. Marchetti, *op. cit.*

<sup>98</sup> G. Alpa *et al.*, *op. cit.*

<sup>99</sup> La norma parla espressamente di “scritture contabili” e non già di “bilancio di chiusura”, per tal motivo non si può ipotizzare la necessità che i saldi contabili destinati a confluire nella contabilità dell'incorporante debbano essere rappresentati in un bilancio né, di conseguenza, che debba essere convocata una apposita adunanza consiliare. *Cfr.* G. Alpa *et al.*, *op. cit.*

di carico delle partecipazioni detenute dalla incorporante nelle incorporate<sup>100</sup>.

In particolare, si ha disavanzo di fusione quando l'aumento del capitale sociale della società che risulta dalla fusione è superiore rispetto al patrimonio netto contabile della società che partecipa alla fusione. Al contrario, si ha avanzo di fusione quando l'aumento di capitale è inferiore al patrimonio netto contabile.

Il legislatore, nel quarto comma dell'art. 250-*bis*, indica le modalità di imputazione delle differenze di fusione:

- Il disavanzo deve essere imputato, ove possibile, agli elementi dell'attivo e del passivo delle società partecipanti alla fusione e, per la differenza e nel rispetto delle condizioni poste dal n° 6 dell'art. 2426, ad avviamento.
- L'avanzo, invece, deve essere iscritto in apposita voce del patrimonio netto, ovvero, quando sia dovuto a previsione di risultati economici sfavorevoli, in una voce dei fondi per rischi ed oneri.

La disciplina fin qui esposta fa riferimento a quello che la norma definisce “primo bilancio successivo alla fusione”. Tuttavia, la norma non specifica se tale “primo bilancio” sia il primo bilancio d'esercizio successivo alla fusione oppure il bilancio d'apertura<sup>101</sup>.

Se la norma si riferisse al bilancio d'esercizio sarebbe praticamente inapplicabile, poiché non vi è sempre coincidenza tra la data di redazione del bilancio d'esercizio e la data di efficacia della fusione. Tale disallineamento delle date porterebbe alla redazione di un bilancio d'esercizio falso, che non evidenzerebbe la situazione economica e patrimoniale della società alla fine del periodo amministrativo, bensì rappresenterebbe i valori contabili delle attività e passività alla data di decorrenza degli effetti della fusione<sup>102</sup>.

---

<sup>100</sup> Accademia Romana di Ragioneria, nota operativa n. 10/2016

<sup>101</sup> «Il bilancio d'apertura del complesso aziendale unificato dopo l'aggregazione dei patrimoni, che consiste tecnicamente di una situazione patrimoniale, senza conto economico e nota integrativa. Bilancio che ha solo un'efficacia interna nelle incorporazioni, mentre invece ha anche una possibile valenza esterna, nelle fusioni proprie, in quanto corrisponde all'inventario iniziale dell'impresa, da iscrivere nel libro degli inventari ai sensi dell'art. 2217, 1° co., c.c.», M. Caratozzolo, “I criteri di formazione del primo bilancio post fusione: interpretazione dell'art. 2504 bis, 4° co., c.c.”, in *Soc*, 2006, 1461

<sup>102</sup> N. Abriani, *op. cit.*

Di conseguenza, il primo bilancio cui la norma fa riferimento non può che essere il bilancio d'apertura, che è per certo, dal punto di vista cronologico, il primo dei bilanci che la società risultante da fusione deve redigere.

## **2.7 Aspetti fiscali della fusione (cenni)**

La disciplina fiscale della fusione è contenuta nel D.P.R. 917/1986<sup>103</sup>, il cui art. 172 è rubricato “fusione di società”.

La fusione, essendo una vicenda che attiene al momento organizzativo e non a quello realizzativo del reddito<sup>104</sup>, è un'operazione fiscalmente neutrale, ossia non suscettibile di far emergere componenti di reddito<sup>105</sup>.

La neutralità comporta che i maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo, con riferimento ad elementi patrimoniali della società incorporata o fusa, non sono imponibili nei confronti dell'incorporante o della società risultante dalla fusione, precisando che i beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi.

Ancora, per il principio della neutralità, il concambio delle partecipazioni non costituisce conseguimento di ricavi in capo ai soci della società incorporata o fusa, fatto salvo il caso di conguaglio in denaro<sup>106</sup>.

Per effetto della fusione la società risultante dalla fusione o incorporante subentra negli obblighi e nei diritti delle società fuse o incorporate relativi alle imposte sui redditi, fatti salvi quattro casi particolari:

- Le riserve in sospensione d'imposta, iscritte nell'ultimo bilancio delle società fuse o incorporate concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante se e nella misura in cui non siano state ricostituite nel suo bilancio prioritariamente utilizzando l'eventuale avanzo da fusione<sup>107</sup>;
- Le perdite delle società che partecipano alla fusione;

---

<sup>103</sup> Anche chiamato TUIR (Testo Unico delle Imposte sui Redditi)

<sup>104</sup> Relazione Ministeriale al precedente art. 123 (ora art. 172) del TUIR

<sup>105</sup> G. Savioli, *op. cit.*

<sup>106</sup> In caso di conguaglio in denaro, trova applicazione l'art. 47 comma 7 del TUIR e, ricorrendone le condizioni, gli artt. 58 e 87.

<sup>107</sup> Questa disposizione non si applica per le riserve tassabili solo in caso di distribuzione le quali concorrono a formare il reddito della società risultante dalla fusione o incorporante in caso di distribuzione dell'avanzo o di distribuzione del capitale ai soci.

- Gli interessi passivi indeducibili oggetto di riporto in avanti di cui al comma 4 dell'art. 96 TUIR;
- L'eccedenza relativa all'aiuto alla crescita economica di cui all'articolo 1, comma 4, del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito, con modificazioni, dalla legge 22 dicembre 2011, n. 214.

Le ultime tre posizioni soggettive del suddetto elenco, a norma del comma 7 dell'art. 172 TUIR, possono essere portate in diminuzione del reddito della società risultante dalla fusione o incorporante solamente se le società le cui perdite sono riportabili superano il c.d. test di vitalità, e solo nei limiti quantitativi dettati dal comma stesso.

La *ratio* di queste limitazioni va ricercata nella ragion fiscale di evitare che, con l'utilizzo dell'istituto della fusione, si pongano in essere operazioni prive di una qualsiasi ragione economica ed imprenditoriale, al solo scopo di "commercializzare" le perdite accumulate da società (le c.d. "bare fiscali") non aventi più alcuna ragione economica di esistenza<sup>108</sup>.

---

<sup>108</sup> G. Savioli, *op. cit.*

## Capitolo 3

### Il *merger leveraged buyout*

#### 3.1 Quadro generale

##### 3.1.1 Introduzione al *leveraged buyout* ed al *merger leveraged buyout*

L'espressione *leveraged buyout* (LBO) fa riferimento non già ad una singola operazione, bensì ad un complesso di operazioni interconnesse il cui scopo comune è quello di permettere l'acquisizione di una partecipazione, di controllo o totalitaria, in una società c.d. "bersaglio" (*target*)<sup>1</sup>.

Inoltre, il LBO viene definito come una tecnica finanziaria diretta all'acquisizione di un'impresa mediante il ricorso prevalente al capitale di debito che verrà per lo più rimborsato con l'utilizzo dei flussi di cassa positivi generati dall'impresa stessa<sup>2</sup>. Infatti, i termini *leveraged* e *buyout* significano, rispettivamente, "leva finanziaria"<sup>3</sup> ed "acquisizione".

La serie di operazioni di cui si compone un LBO, dunque, è finalizzata all'ottenimento di una partecipazione di controllo della società *target*, facendo ricorso in misura prevalente al debito (*debt*) ed in misura minore al capitale proprio (*equity*). Il debito, contratto appositamente per la messa in atto dell'operazione, viene rimborsato mediante i flussi di cassa (*cash flow*) generati dalla *target*, ovvero mediante il c.d. *asset stripping* – ossia la cessione degli elementi dell'attivo della *target*<sup>4</sup>.

---

<sup>1</sup> Cfr. ODCEC di Roma, "Il leveraged buy-out: tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive", in *Il fisco*, giugno 2014

<sup>2</sup> Definizione contenuta in [www.aifi.it/glossario](http://www.aifi.it/glossario)

<sup>3</sup> La leva finanziaria è misurata come  $\text{Debito} / (\text{Debito} + \text{Capitale Proprio})$ . Il concetto di leva finanziaria identifica efficacemente l'effetto che viene indotto sul rendimento del capitale investito dall'utilizzo del debito per finanziare una determinata operazione. Così, maggiore sarà la differenza positiva tra redditività del capitale investito ed il costo dell'indebitamento, maggiore sarà la convenienza per l'investitore a ricorrere al debito. Cfr. ODCEC di Roma, *op. cit.*

<sup>4</sup> A riguardo è doveroso segnalare che la cessione di *assets* – come ad esempio interi rami d'azienda – può assumere due forme: la prima è quella della cessione dei rami d'azienda meno profittevoli, con il fine di migliorare l'efficienza della *target*; la seconda è la c.d. tecnica Oppenheimer (o *assets for cash*) che individua nel LBO un puro mezzo di speculazione finanziaria, laddove la *target*, ad acquisizione avvenuta, venga smembrata e le singole componenti rivendute a prezzo maggiorato. Cfr. D. Angelini, "Aspetti finanziari del *leveraged buyout* e problemi di qualificazione giuridica", in *Magistra, Banca e Finanza* – [www.tidona.com](http://www.tidona.com)

Con riguardo al capitale in prestito, è possibile distinguere tre diverse tipologie di debito: *senior debt* (debito principale), *subordinated debt* (debito subordinato) e *mezzanine debt* (debito mezzanino)<sup>5</sup>.

Il *senior debt* rappresenta il mezzo principale di finanziamento dell'operazione ed è quello meno costoso; tale debito ha una durata che va dai quattro ai nove anni. La convenienza finanziaria del mutuatario è controbilanciata sia dagli elevati standard richiesti per la concessione del credito, sia dalle garanzie poste a favore del mutuante<sup>6</sup>. La restituzione del *senior debt* avviene generalmente mediante rateizzazione degli interessi e del capitale.

Il *subordinated debt* è un debito non garantito, pertanto ha un costo maggiore, ma è soggetto a requisiti meno stringenti di un *senior debt*. La durata di tale obbligazione rientra in un *range* che va dai 7 ai 10 anni. La restituzione del debito subordinato avviene secondo la modalità c.d. *bullet*: il capitale e gli interessi sono versati a scadenza in un'unica soluzione, senza pagamenti intermedi.

Il *mezzanine debt* è una particolare forma di indebitamento non garantito che è a metà strada tra debito e capitale; dei tre metodi individuati è quello più costoso. Tuttavia, il vantaggio del debito mezzanino risiede nella possibilità di strutturare tale finanziamento nella forma di *PIK bond*<sup>7</sup>, potendo così capitalizzare parte degli interessi maturati ed alleggerire temporaneamente gli oneri da interessi<sup>8</sup>.

All'interno dell'ampio ambito delle operazioni di *leveraged buyout* possono distinguersi diverse tipologie. Tra queste, a titolo di esempio, rientrano:

- *Management buyout* (MBO) – in cui i soggetti promotori sono i *manager* della *target*.
- *Workers buyout* (WBO) – in cui i soggetti promotori sono lavoratori impiegati presso la *target*.

---

<sup>5</sup> “Overview of LBO debt financing”, in askivy.net (<http://www.askivy.net/articles/private-equity/interview-preparation/overview-of-lbo-debt-financing>)

<sup>6</sup> Infatti, tale debito viene dapprima garantito dalle azioni della *target* della società e, successivamente alla fusione, dalla costituzione di pegni sui cespiti aziendali.

<sup>7</sup> *PIK* sta a significare “*Paid In Kind*”, ossia “Pagato In Natura”. Nella loro forma più tradizionale i *PIK bond* sono titoli obbligazionari i cui pagamenti di cedole avvengono tramite l'attribuzione di altri titoli dello stesso tipo; nel finanziamento di operazioni di LBO, spesso, il pagamento in natura si sostanzia nella capitalizzazione degli interessi.

<sup>8</sup> Cfr. <http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnline4/100-parole/Economia/M/mezzanine-debt.shtml?uuid=53633004-580b-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

- *Corporate buyout* (CBO) – coinvolge società facenti parte del medesimo gruppo, assolve a funzioni di riorganizzazione.
- *Merger leveraged buyout* (MLBO)

Di queste, con particolare riferimento all'ambito societario italiano, la tipologia più frequente è quelle del MLBO.

Il *merger leveraged buyout* si compone di tutte le singole operazioni, già individuate, che caratterizzano il più generale LBO, ed a queste aggiunge la fase di *merger*, ovverosia di fusione tra la *target* e la *newco*, ossia una società appositamente costituita e la cui composizione patrimoniale è caratterizzata dalla forte prevalenza del *debt* rispetto all'*equity*.

L'operazione di *merger leveraged buyout* può essere schematizzata in cinque fasi<sup>9</sup>:

1. Costituzione della *newco*
2. Reperimento dei mezzi finanziari della *newco*
3. Acquisto delle azioni della *target* (in modo da ottenerne il controllo)
4. Fusione per incorporazione della *target* nella *newco* (*forward merger*) o viceversa (*reverse merger*)
5. Restituzione del debito

Caratteristica peculiare del MLBO è che il peso dell'indebitamento contratto per perfezionare l'acquisto verrà, ad operazione conclusa, sopportato dalla società acquisita anziché gravare, come normalmente accade in qualsiasi forma di acquisizione, sulla società acquirente che formalmente si indebita<sup>10</sup>.

### 3.1.2 Storia del *leveraged buyout*

L'origine del *leveraged buyout*, come suggerito dal termine stesso, è da ricercarsi in un contesto economico di tipo anglosassone e più precisamente negli Stati Uniti d'America.

---

<sup>9</sup> B. Frizzera, "Operazioni straordinarie – *leveraged buyout*", in Guida Pratica Fiscale, n. 2/2010

<sup>10</sup> G. Dinacci *et al.*, "I contratti per il finanziamento dell'impresa", 2009

Negli anni '60, negli Stati Uniti, prende piede una particolare modalità di acquisizione societaria definita *going private* e consistente nella trasformazione di una *public company*<sup>11</sup> in una *private company*<sup>12</sup> concentrando i titoli in un numero ristretto di possessori. Lo scopo di un'operazione di *going private* poteva essere sia quello proteggere da possibili scalate ostili che quello di lucrare sui *capital gains*<sup>13</sup> ottenuti mediante alienazione delle partecipazioni.

Le prime operazioni di vero e proprio LBO vengono condotte negli Stati Uniti negli anni '70 ed hanno ad oggetto per lo più società di piccole e medie dimensioni. Infatti, i finanziamenti necessari per portare a termine l'operazione erano accordati subordinatamente alla costituzione di garanzie sugli *assets* della società *target* (c.d. *secured financing*)<sup>14</sup>.

Negli anni '80 si registra il momento di massimo sviluppo degli LBO, dovuto al successo delle prime operazioni di questo tipo, ad un livello contenuto dei tassi d'interesse praticati sul mercato, ma soprattutto alla concessione di prestiti non garantiti (c.d. *unsecured financing*), concessi valutando non solo la consistenza patrimoniale della *target*, ma anche la potenzialità di questa di generare *cash flow* sufficienti al ripianamento dell'esposizione debitoria<sup>15</sup>. A questi finanziamenti si affiancano i c.d. *junk bonds* ("titoli spazzatura"), obbligazioni ad alto rischio ma ad alto rendimento per i sottoscrittori<sup>16</sup>.

A questo punto il LBO rappresenta "il primo passo verso una più generale tendenza a far affidamento sul debito piuttosto che sul capitale di rischio"<sup>17</sup>.

Non tutti però individuano nel *leveraged buyout* uno strumento positivo, anzi, la maggior parte della dottrina statunitense è fortemente critica nei confronti di tali operazioni e degli effetti negativi che potevano, almeno potenzialmente, determinare. In particolare, nel 1984 J. Shad, all'epoca presidente della SEC<sup>18</sup>, afferma "*The more leveraged takeovers and buyout today, the more bankruptcies tomorrow*"<sup>19</sup>.

---

<sup>11</sup> Società di capitali quotata in borsa, il cui capitale è frazionato tra molteplici investitori, nessuno dei quali esercita un potere di indirizzo e di governo. Cfr. [www.treccani.it/enciclopedia](http://www.treccani.it/enciclopedia)

<sup>12</sup> Società non quotate ed il cui capitale non è diffuso tra il pubblico.

<sup>13</sup> Guadagni in conto capitale.

<sup>14</sup> F. Satin *et al.*, "Le operazioni di *leveraged buyout*: esperienze internazionali e realtà italiana", in *Amm. & Fin.*, 1988

<sup>15</sup> G. Dinacci *et al.*, *op. cit.*

<sup>16</sup> Cfr. B. Bertini, "LBO e LMBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA", in *Contratto e Impresa*, 3/2000

<sup>17</sup> L. Lowenstein, "*Management buy outs*", 1985

<sup>18</sup> *Securities Exchange Commission*, organismo di controllo delle borse negli USA.

<sup>19</sup> "più acquisizioni mediante leva finanziaria oggi, più società in bancarotta domani"

Sul finire degli anni '80 la “profezia” di Shad sembra avverarsi: l'aumento del costo del denaro, unitamente alla realizzazione di LBO attuati attraverso livelli di indebitamento sempre maggiori, ha determinato l'impossibilità di far fronte agli impegni assunti verso i finanziatori attraverso le risorse finanziarie generate dalle società *target*, costringendo così gli operati all'alienazione di *assets* aziendali (c.d. *asset stripping*)<sup>20</sup>.

Anche la giurisprudenza ha condiviso le critiche della dottrina, tanto da giungere ad individuare in alcuni LBO un'ipotesi di *fraudolent conveyance*<sup>21</sup>.

Dall'inizio degli anni '90 le operazioni di *leveraged buyout* tornano in auge e sono in costante aumento fino all'inizio del XXI secolo, quando sia il numero che il valore delle transazioni diminuiscono sensibilmente. Il crollo successivo di valore e volume degli LBO è dovuto alla crisi dei mutui *subprime* degli anni 2007-2009.

In Italia le operazioni di LBO hanno il loro momento di massima espansione negli anni '90, quando vengono messe in atto operazioni finanziarie di rilievo basate sullo schema del *leveraged buyout*.

Esempi di tali operazioni sono l'acquisizione di Telecom Italia S.p.A. da parte di Olivetti S.p.A. nel 1999 e la rilevazione di Ducati Motor Holding S.p.A. da parte del fondo americano di *private equity* Texas Pacific Group.

Più recente, invece, l'acquisizione di Autostrada Concessioni e Costruzioni S.p.a. ad opera del gruppo Benetton, avvenuta nel 2003.

Come negli Stati Uniti, anche il mercato italiano M&A (*Merger and Acquisition*<sup>22</sup>) – all'interno del quale sono ricomprese le operazioni di LBO – ha sofferto la crisi del 2007-2009, per poi avviarsi verso una nuova ripresa<sup>23</sup>.

---

<sup>20</sup> Cfr. G. Dinacci *et al.*, *op. cit.*

<sup>21</sup> Ossia “cessione in frode ai creditori”, più precisamente, i giudici americani hanno distinto tra operazioni di *leveraged buyout* fondate su un ragionevole ed equilibrato ricorso al debito, e perciò lecite, ed operazioni in cui il ricorso all'indebitamento si rivela eccessivo, nel senso che l'operazione non possa che determinare l'insolvenza dell'impresa, e perciò illecite. Cfr. P. Montalenti, “Il leveraged buyout”, 1991.

<sup>22</sup> Ossia “fusioni ed acquisizioni”

<sup>23</sup> [www.statista.com](http://www.statista.com), “Value and number of M&A transactions in Italy 2006-2016”

### 3.1.3 Aspetti economici del *leveraged buyout*

L'obiettivo ultimo di un'operazione di *leveraged buyout* coincide con quello che è l'obiettivo generale dell'attività d'impresa: la creazione di valore.

Affinché tale obiettivo possa essere raggiunto è necessario che la società *target*, a seguito del LBO, sia in grado di generare flussi di cassa positivi e stabili, che le permettano di ripianare l'esposizione debitoria, oltre che remunerare i promotori dell'operazione stessa e gli azionisti in generale.

Perché tale valore possa essere creato, è necessario che la *target* abbia determinate caratteristiche<sup>24</sup>:

- L'impresa, o l'industria in cui essa opera, abbia raggiunto la maturità (intesa come stabilità dei prezzi di borsa e della crescita);
- Sia poco o per nulla indebitata, così da permettere ai promotori del LBO di sfruttare al massimo la capacità di indebitamento dell'impresa;
- Il *management* che subentra a seguito del *leveraged buyout* sia capace di incrementare l'efficienza dell'impresa;
- Sia necessario un contenuto livello di capitale di funzionamento;
- I cash flow generati siano stabili e positivi;
- Esistano delle *exit options* percorribili, ossia esista la possibilità di cedere quanto acquisito ad un prezzo almeno uguale a quello pagato;
- Vi siano dei vantaggi competitivi e/o un buon posizionamento all'interno del mercato;
- Vi sia la possibilità di alienare *assets* non performanti o non fondamentali.

Le opportunità offerte dalla realizzazione di un *leveraged buyout* sono varie e possono condurre a vantaggi di diverso tipo e natura.

---

<sup>24</sup> <http://www.streetofwalls.com/articles>, "Key characteristics of an LBO candidate"

In prima battuta gli LBO rimettono in circolo liquidità destinata a finanziare investimenti evidentemente più allettanti dal punto di vista degli azionisti che s'inducono a vendere; d'altro canto, la società resta nelle mani di chi ritiene di poterla valorizzare in massimo grado<sup>25</sup>, permettendo così di raggiungere una migliore e più efficiente allocazione delle risorse disponibili.

In seconda battuta si nota come il *leveraged buyout* permetta di fluidificare il “mercato del controllo societario”, consentendo di implementare il rinnovamento organizzativo e il ricambio della compagine manageriale<sup>26</sup>.

Ai LBO si deve anche il merito di aver contrastato il c.d. *conglomerate discount*, ossia quel fenomeno per cui il valore di un'impresa multidivisionale è inferiore alla somma dei valori delle singole divisioni che la compongono. Infatti, operazioni di *leveraged buyout* eseguite secondo la tecnica Oppenheimer<sup>27</sup>, hanno dimostrato come gli investitori possano rimuovere il *conglomerate discount* andando ad alienare i singoli cespiti separatamente, beneficiando così della differenza positiva di valore che viene a generarsi<sup>28</sup>.

Ancora, operazioni di LBO permettono di ridurre il costo del capitale, quante volte l'onere da indebitamento risulti meno oneroso del ricorso all'*equity*<sup>29</sup>.

Infine, è interessante notare come il *leveraged buyout* determini una riduzione dei costi di agenzia<sup>30</sup>. A tal proposito si nota come

---

<sup>25</sup> R. Pardolesi, “*Leveraged buyout*: una novità a tinte forti (o fosche?)”, in *Giur. Comm.*, vol. 3/1989.

<sup>26</sup> R. Pardolesi, *op. cit.*

<sup>27</sup> *Cfr.* nota n. 4 di questo capitolo

<sup>28</sup> *Cfr.* S. Hannus, “*The price of Nothing – The value of everything: towards an understanding of value creation in private equity buyouts*”, in [www.researchgate.net/publication/278646124](http://www.researchgate.net/publication/278646124)

<sup>29</sup> R. Pardolesi, *op. cit.* Tale affermazione è inevitabilmente legata ad uno dei teoremi fondamentali della finanza: il teorema di Modigliani-Miller. Nella sua prima versione (“*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, *The American Economic Review*, Vol. 3, 1958) il teorema in parola - ipotizzando un mondo privo di tassazione, costi diretti ed indiretti connessi al fallimento – sostiene che il valore dell'impresa non dipende dalla composizione delle fonti di finanziamento, così che non esisterebbe una struttura finanziaria ideale.

Nella seconda versione (“*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: A correction*”, *The American Economic Review*, Vol. 3, 1963), i due autori introducono nel teorema l'esistenza delle imposte sul reddito, definendo uno scenario in cui, stante l'ipotesi della completa deducibilità degli interessi passivi, la struttura finanziaria migliore sembrerebbe essere rappresentata dal completo ricordo al debito.

Tuttavia, è bene considerare che all'aumentare dell'esposizione debitoria cresce anche il rischio d'insolvenza e, di conseguenza, il rischio d'impresa; ne consegue che, vista la positiva correlazione tra rischio e rendimento, un indebitamento eccessivo non può che essere deleterio per l'impresa.

<sup>30</sup> Sono tali i costi connessi al necessario monitoraggio, ad opera degli azionisti, del comportamento dei loro *agents*, gli amministratori per scongiurare il pericolo che le scelte strategiche di questi ultimi siano dettate

la riduzione del *free cash flow*<sup>31</sup>, induca i manager a pagare dividendi piuttosto che imbarcarsi in investimenti subottimali<sup>32</sup>.

Tuttavia, nonostante le grandi opportunità offerte da un LBO, è bene tenere presente che tale operazione non è priva di rischi, anzi, “*an LBO analysis is far from an exact science. The biggest negative is that a company’s past performance does not indicate future success*”<sup>33</sup>.

La criticità di maggior rilievo è determinata dalla traslazione del costo, e quindi del rischio, dell’operazione sulla società *target*, alterandone profondamente la struttura finanziaria. Tale mutamento determina una modificazione del profilo di rischio dell’investimento dei soci di minoranza della *target*<sup>34</sup>.

Ancora, elementi di criticità sono rilevati nell’ambito del rapporto tra la *target* ed i suoi creditori antecedenti l’operazione di LBO. Questi ultimi, in conseguenza dell’operazione, vedono aumentato il rischio di insolvenza della *target* ed al tempo stesso ridursi sensibilmente le garanzie esistenti – invero, i finanziatori del *leveraged buyout* si aggiungono alla platea dei creditori della *target*<sup>35</sup>.

Infine, non sono da escludere dalle potenziali cause di insuccesso di un LBO i rischi legati all’andamento di mercato, al comportamento dei *competitors* ed al generale andamento dell’economia.

In virtù delle precedenti argomentazioni, il *leveraged buyout* risulta essere “una tra le più audaci operazioni di arrembaggio alle fortune altrui che siano state inventate dalla fertile fantasia degli operatori nordamericani”<sup>36</sup>.

### 3.2 Compatibilità con l’ordinamento italiano

Sin dalle prime operazioni di *merger leveraged buyout* compiute in Europa, l’operazione ha incontrato un ostacolo nuovo rispetto a quelli della terra che le ha dato i natali: la

---

da motivazioni egoistiche, ed all’impossibilità di risolvere appieno tale conflitto d’interessi. Così R. Pardolesi, *op. cit.*

<sup>31</sup> La differenza tra i flussi di cassa in entrata da attività operative e i flussi di cassa in uscita per investimenti è nota come free cash flow (FCF). *Cfr.* [www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

<sup>32</sup> R. Pardolesi, *op. cit.* l’autore individua quindi nella creazione del debito un efficace strumento di controllo dell’operato del *management*.

<sup>33</sup> “l’analisi di un LBO è lungi dall’essere una scienza esatta. L’aspetto maggiormente negativo è che le performance passate di un’impresa non sono indicatori di un successo futuro”, D. Rafner, “Advantages & limitations of LBO valuation”, in [www.smallbusiness.chron.com](http://www.smallbusiness.chron.com)

<sup>34</sup> *Cfr.* F. Di Pretorio, “Operazioni di *merger leveraged buy-out*: pro e contro”, [www.diritto24.ilsole24ore.com](http://www.diritto24.ilsole24ore.com)

<sup>35</sup> *Cfr.* F. Di Pretorio, *op. cit.*

<sup>36</sup> G. Cottino, “Diritto commerciale”, 1999

presenza del divieto di *financial assistance*<sup>37</sup>, introdotto dalla II Direttiva CEE in materia societaria (n. 77 del 1991) e che l'ordinamento italiano ha recepito attraverso gli artt. 2357, 2357-*quater* e 2358 del codice civile<sup>38</sup>.

La dottrina e la giurisprudenza italiane, però, non hanno assunto posizioni univoche rispetto la compatibilità del MLBO con l'impianto legislativo del Paese, generando così un dibattito tra esponenti di due posizioni diametralmente opposte<sup>39</sup>.

Con il D.lgs. n.6/2003, il MLBO entra a pieno titolo nell'ordinamento italiano attraverso l'introduzione dell'art. 2501-*bis*. Questa novità legislativa è la risposta del legislatore delegato alle richieste, del legislatore delegante, di cui all'art. 7, comma 1, lett. d) della legge 3 ottobre 2001, n. 366<sup>40</sup>.

Per effetto del pieno riconoscimento del *merger leveraged buyout* nell'ordinamento, il dibattito in dottrina viene meno ed assume importanza centrale il particolare procedimento di fusione che il legislatore impone in caso di MLBO.

### 3.2.1 Il dibattito in dottrina

Prima di esporre le due correnti che, in dottrina, si sono sviluppate in merito alla liceità del MLBO, è bene introdurre il punto centrale attorno al quale ruotano le considerazioni di dottrina e giurisprudenza: il divieto di *financial assistance* sancito dall'art. 2358.

Nella sua formulazione originale – quella del 1942 – l'art. 2358 recitava: “La società non può fare anticipazioni sulle proprie azioni, né prestiti a terzi per acquistarle”. Già nello schema del legislatore del 1942, l'obiettivo della norma è quello di vietare che la società possa agevolare l'acquisto o la sottoscrizione di proprie azioni.

La *ratio* dell'art. 2358, dunque, è quella di salvaguardare l'integrità del capitale a garanzia degli interessi dei soci, ma soprattutto dei creditori sociali, che sull'effettiva consistenza del capitale devono poter contare<sup>41</sup>. Inoltre, alla norma in parola

---

<sup>37</sup> Assistenza finanziaria

<sup>38</sup> Cfr. C. Venturi, “Il *leveraged buyout* – le novità introdotte dalla riforma del diritto societario”, 2004, in [www.tuttocamere.it](http://www.tuttocamere.it)

<sup>39</sup> Le posizioni della dottrina saranno approfondite nel par. 3.2.1

<sup>40</sup> La nuova disciplina introdotta dalla riforma del 2003 sarà oggetto di approfondimento nei par.3.2.2 e 3.2.2.1

<sup>41</sup> S. Parmiggiani, “Il *leveraged buyout* nell'ordinamento italiano”, in Giur. Comm., vol. 6/2010; analoga tutela dell'integrità del capitale sociale è affidata agli artt. 2357 e ss.

spetta il compito di impedire agli amministratori manovre tese ad alterare le maggioranze assembleari<sup>42</sup>.

Negli anni successivi, più precisamente nel 1986 e nel 2003, l'articolo in oggetto ha subito ulteriori interventi di modifica, pur mantenendo nel tempo la medesima *ratio*. Così, nella formulazione precedente alla riforma del diritto societario, il primo comma della norma recitava: "La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie".

L'ultima modificazione dell'art. 2358 è stata introdotta dal D.lgs. n. 142/2008 ed ancora oggi è in vigore.

Attualmente, dunque, l'art. 2358 stabilisce 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 medesimo articolo<sup>43</sup>.

Come anticipato, in dottrina si erano sviluppate due correnti: la prima, sostenitrice della tesi sostanzialistica, contraria alla liceità del *merger leveraged buyout*; e la seconda, sostenitrice della tesi formalistica, favorevole all'ammissibilità del MLBO nell'ordinamento italiano.

Tuttavia, entrambe le correnti erano concordi su un dato minimo: il *merger leveraged buyout* non costituisce una violazione diretta del divieto di assistenza finanziaria; il contrasto tra le due, invero, riguardava una diversa questione, ossia se il MLBO integrasse o meno una violazione indiretta e sostanziale dell'art. 2358<sup>44</sup>.

I sostenitori<sup>45</sup> della tesi sostanzialistica<sup>46</sup>, come anticipato, non riconoscevano l'ammissibilità del MLBO nell'ordinamento italiano.

La posizione di questa parte della dottrina si basava su un'interpretazione in senso estensivo del divieto di assistenza finanziaria, facendo rientrare nell'ambito applicativo dell'art.

---

<sup>42</sup> A. Frignani, "Il *leveraged buy-out* nel diritto italiano", in *Giur. Comm.*, vol. 1/1989

<sup>43</sup> Senza pretesa di esaustività, le condizioni richieste dall'art. 2358 sono: preventiva autorizzazione dell'assemblea straordinaria; relazione degli amministratori che riporti caratteristiche economico-finanziarie, condizioni, motivazioni dell'operazione; importo limite determinato dagli utili distribuibili e dalle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.

<sup>44</sup> *Cfr.* G. Fernandez, "Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella S.r.l.", in *Giur. Comm.*, vol. 6/2010

<sup>45</sup> L'esponente di maggior rilievo è P. Montalenti, il quale, in *op. cit.*, identifica nel MLBO un'operazione "distorsiva dei meccanismi fisiologici di trasferimento del controllo societario e (...) una tecnica deviata dell'ingegneria finanziaria (...) ispirata ad una logica "predatoria" dei patrimoni societari"

<sup>46</sup> La denominazione deriva dalla prevalenza della sostanza dell'operazione sulla forma con cui essa è portata a termine

2358 non solo i prestiti e le garanzie in senso tecnico, ma anche ogni negozio che fosse diretto a rafforzare l'aspettativa del creditore al soddisfacimento dell'obbligazione<sup>47</sup>, oltre che la garanzia generica *ex art. 2740* che si genera come effetto della fusione<sup>48</sup>.

Dunque, poiché la *target* consentiva, con il suo patrimonio, alla *newco* di acquistare le sue azioni; e poiché con la fusione la *target* si estingueva, incorporandosi nella *newco*; la stessa *target*, nell'interpretazione di questa parte della dottrina, finiva col concedere assistenza finanziaria per l'acquisto di azioni proprie, integrando così una condotta che ricadeva nel divieto di cui all'art. 2358<sup>49</sup>.

Ancora, gli esponenti della dottrina sostanzialistica, individuavano nel divieto di assistenza finanziaria un principio di ordine pubblico, e come tale inderogabile. Pertanto, le norme che nel nostro ordinamento prevedono il citato divieto, sono "norme materiali" tese ad impedire il risultato, a prescindere dalla forma utilizzata per conseguire il risultato<sup>50</sup>.

Secondo tale interpretazione, infine, l'operazione di *merger leveraged buyout* integrava gli estremi della frode alla legge, *ex art. 1334*<sup>51</sup>. Infatti, sebbene si trattasse di una serie di atti giuridici di per sé leciti, gli atti che permettevano di portare a termine un MLBO, considerati nel loro insieme, risultavano finalizzati all'elusione del divieto di *financial assistance*.

Diametralmente opposta è la posizione della corrente c.d. formalistica, che riconosceva la possibilità di porre in essere un'operazione di *merger leveraged buyout* senza incorrere nella violazione del divieto imposto dall'art. 2358, neanche indirettamente<sup>52</sup>, e senza configurare un contratto in frode alla legge.

Questa dottrina muoveva innanzitutto da un'interpretazione restrittiva<sup>53</sup> del divieto di assistenza finanziaria; infatti, la *target*

---

<sup>47</sup> Cfr. P. Montalenti, "Leveraged buyout: una sentenza chiarificatrice", in *Giur. It.*, vol. 11/1999

<sup>48</sup> Art. 2504-bis, comma primo, "La società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione"

<sup>49</sup> Cfr. E. De Luise, "Le operazioni di leveraged buy-out nell'ordinamento italiano", in [www.iusinitinere.it](http://www.iusinitinere.it)

<sup>50</sup> Cfr. G. Fernandez, *op. cit.*, sul punto l'autore rimanda a due sentenze della Cassazione: n. 123/1970 e n. 4916/1984.

<sup>51</sup> "Si reputa altresì illecita la causa quando il contratto costituisce il mezzo per eludere l'applicazione di una norma imperativa", pertanto il contratto è nullo *ex art. 1418*.

<sup>52</sup> Cfr. G. Fernandez, *op. cit.*, in cui l'autore evidenzia come "il MLBO non viola, neanche indirettamente, il divieto di assistenza"

<sup>53</sup> Restrittiva poiché faceva rientrare nell'ambito applicativo dell'art. 2358 solamente i prestiti e le garanzie in senso tecnico, ossia garanzie reali (pegno, ipoteca) o personali (fideiussione, avallo) e finanziamenti per cassa.

non prestava alcuna assistenza finanziaria, anzi, essa era vittima piuttosto che artefice dell'operazione<sup>54</sup>; l'unica attività compiuta dalla *target* risultava essere la delibera di fusione.

Invero, nell'intero procedimento non si rinveniva alcuna violazione del disposto dell'art. 2358: nella prima fase, quella di costituzione e finanziamento della *newco*, non vi era alcun collegamento tra *newco* e *target*<sup>55</sup>; nella seconda fase, ossia la fusione per incorporazione, la società *target* non deliberava nulla a favore dei finanziatori dell'operazione<sup>56</sup>.

Ancora, tale dottrina era contraria alla visione per cui attraverso la fusione la *target* fornisse garanzia alla restituzione del debito contratto dalla *newco*. Sul punto diversi autori<sup>57</sup> rilevavano come il patrimonio della *target* fosse di fatto posto a servizio del rimborso del debito contratto dalla *newco* solo per effetto delle fusione, e quindi in un momento in cui le azioni della *target* non esistevano più, poiché già annullate dalla fusione. Ma anche, rilevavano come la fusione non configurasse costituzione di garanzie, poiché questa era operazione di per sé neutra, tipizzata dal legislatore e quindi legittimata indipendentemente dalle motivazioni che ad essa sottendono.

Per questa parte della dottrina, le operazioni di *merger leveraged buyout*, non determinavano elusione del divieto imposto dall'art. 2358, ed era evidente come questa operazione non realizzasse effetti contrari alla norma stessa: l'integrità del capitale sociale non era in alcun modo intaccata e non vi erano interventi degli amministratori della *target* e non si determinava un'alterazione delle maggioranze, ma un vero e proprio cambiamento di proprietà<sup>58</sup>.

Si rilevava, inoltre, che la tutela dei soci di minoranza e dei creditori sociali, non fosse affidato all'art. 2358, ma dalle norme in tema di fusione<sup>59</sup>.

Infine, i sostenitori della tesi formalistica, non ritenevano che l'operazione di MLBO potesse integrare gli estremi del contratto in frode alla legge. Era evidenziato come, mancando l'intenzione di eludere e mancando l'esclusivo motivo illecito comune ad

---

<sup>54</sup> F. Magliulo, "La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario", in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, Fondazione Italiana del Notariato, 2007

<sup>55</sup> F. Marabini, "I problemi sempre attuali del *leveraged buy-out*", in *Dir. Comm. Int.*, 1996

<sup>56</sup> A. Frignani, "Il *leveraged buy-out* nel diritto italiano", *Giur. Comm.*, 1989

<sup>57</sup> Per tutti, G. Fernandez, *op. cit.*; C. Venturi, "Il *leveraged buy out*. Le novità introdotte dalla riforma del diritto societario", in [www.tuttocamere.it](http://www.tuttocamere.it), 2004

<sup>58</sup> A. Frignani, *op. cit.*

<sup>59</sup> A. Frignani, *op. cit.*

entrambe le parti, non potessero trovare applicazione gli artt. 1344 e 1345<sup>60</sup>.

Era sottolineato, poi, che il “negoziato” incriminato dovesse essere la delibera di fusione, poiché prima non vi era alcun atto negoziale della *target*. Per di più al controllo giudiziario sulla delibera di fusione dovevano rimanere estranei i “motivi” della stessa<sup>61</sup>.

Neanche nella giurisprudenza di merito il *merger leveraged buyout* ha trovato unitaria soluzione in merito alla sua legittimità o illegittimità.

In via preliminare deve essere considerato che il problema della liceità di tali operazioni non ha potuto generare numerosa giurisprudenza per due motivi principali: *in primis*, queste operazioni in Italia hanno coinvolto per lo più società con ristretta base azionaria, sicché l'accordo di compravendita era facilmente raggiunto con tutti i soci; *in secundis*, la particolare disciplina dell'invalidità dell'atto di fusione dettata dall'art. 2504-*quater* ha rappresentato un indubbio “ostacolo” a pronunce dirette sulla legittimità del MLBO<sup>62</sup>.

Nell'ambito della giurisprudenza di merito che si è espressa, seppure indirettamente, sulla legittimità del MLBO, rilievo fondamentale hanno assunto due sentenze: il c.d. “caso Farmitalia” ed il c.d. “caso Trenno”.

Nella pronuncia del Tribunale di Milano del 14 maggio 1992 – c.d. “caso Farmitalia” – ai giudici italiani è stata sottoposta per la prima volta un'operazione di MLBO.

I magistrati meneghini, pur non potendo pronunciarsi direttamente sull'ammissibilità del *merger leveraged buyout* per via degli effetti dell'art. 2504-*quater*, affermarono, con un *obiter dictum*, che l'operazione di MLBO non contrastava né con il divieto posto dall'art. 2357<sup>63</sup>, né – in via diretta e indiretta – con il divieto dettato dall'art. 2358<sup>64</sup>.

Il tribunale, inoltre, si mostrò contrario alla configurazione della fusione come negozio in frode alla legge, anzi, individuò

---

<sup>60</sup> U. Morello, “Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, *leveraged buy outs* e *management buy outs*”, 1990

<sup>61</sup> A. Frignani, *op. cit.* Lo stesso autore, inoltre, mette in evidenza come uno dei principali motivi per cui si procede alla fusione per completare un LBO, è la ripresa delle perdite fiscali della *newco*. Allora, se e nei limiti in cui un'operazione è legittima (ed anche prevista) dal diritto tributario, non risulterebbe coerente con l'intero ordinamento l'inquadramento del MLBO come contratto in frode alla legge.

<sup>62</sup> N. A. Bruno, “Il LBO nella casistica giurisprudenziale”, in Banca, borsa e titoli di credito, 2002

<sup>63</sup> Poiché escludevano che “vi sia stato da parte della società acquisto di azioni proprie”

<sup>64</sup> Perché la *target* “non ha accordato alcun prestito o fornito alcuna garanzia” e perché “la fusione non comporta per la società un'operazione di prestito o di garanzia finalizzato a fare acquistare sue azioni alla società acquirente”

l'assenza dello scopo elusivo nell'esigenza economico-finanziaria perseguita dalla fusione – quella di far più facilmente circolare all'interno del gruppo la liquidità<sup>65</sup>.

Nel “caso Trenno” – Trib. Milano 13 maggio 1999 – i giudici ambrosiani assunsero una posizione “intermedia” tra le due diametralmente opposte della dottrina. Tuttavia, la questione di legittimità del MLBO, ancora una volta, fu affrontata *obiter dictum* per via degli effetti di cui all'art. 2504-*quater*.

La sentenza in oggetto, in motivazione, afferma che l'operazione di *merger leveraged buyout* non presenta in sé profili di illegittimità. Tuttavia, tale operazione può ricadere nella fattispecie prevista dall'art. 1344 quando venga utilizzata per aggirare il divieto di *financial assistance* disposto dall'art. 2358.

Con questa pronuncia il Tribunale di Milano aveva introdotto un'importante novità: era ammessa l'applicabilità del rimedio della *fraus legis* anche al MLBO, ma l'illiceità dell'operazione doveva verificarsi caso per caso<sup>66</sup>.

Nella sentenza i giudici meneghini individuavano nella sussistenza o meno di “concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano” il fattore discriminante, in funzione del quale stabilire la liceità o illiceità dell'operazione di MLBO nello specifico analizzata. Tale *discrimen* poteva essere effettuato sulla base di una serie di indici idonei a stabilire se lo scopo primario dell'operazione fosse o non fosse l'aggiramento del divieto di assistenza finanziaria<sup>67</sup>.

Alla luce di tali rilievi, Montalenti individuava in questa pronuncia una svolta significativa: da un lato, è stata esclusa la legittimità *a priori* del MLBO ed è stato ritenuto ad esso applicabile la disposizione dell'art. 1344; dall'altro è stata indicata la via per individuare la sussistenza o meno dell'intento elusivo<sup>68</sup>.

### 3.2.2 Il *merger leveraged buyout* nella riforma del 2003

L'incertezza circa la liceità del *merger leveraged buyout* sembra essere stata risolta dalla riforma del diritto societario attuata dal D.lgs. n. 6/2003.

Il legislatore delegante - con l'art. 7, comma primo, lett. d), della L. n. 366/2001 – richiedeva di prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportino violazione del divieto di

---

<sup>65</sup> Cfr. N. A. Bruno, *op. cit.*

<sup>66</sup> Cfr. P. Montalenti, *op. ult. cit.*

<sup>67</sup> Cfr. P. Montalenti, *op. ult. cit.*

<sup>68</sup> Cfr. P. Montalenti, *op. ult. cit.*

acquisto e sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente agli artt. 2357 e 2357-*quater*, e del divieto di accordare prestiti e fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358.

L'elemento cardine attorno cui ruota l'operazione, e la questione di legittimità, è la fusione tra la società *target* e la *newco*. Pertanto, al fine di soddisfare le richieste della legge delega, il legislatore delegato ha introdotto, nello stesso capo del codice civile in cui è disciplinata la fusione in generale, l'art. 2501-*bis* rubricato "Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento".

Nel suo intervento, il legislatore non ha inteso individuare nel MLBO una delega alla tutela posta dall'art. 2358, bensì ha voluto fornire un'interpretazione autentica della norma, specificando che la fusione, nell'ambito di un *leveraged buyout*, non viola tale disposizione<sup>69</sup>.

Tuttavia, è da sottolineare come l'intento del legislatore delegante fosse quello di liberalizzare definitivamente un'operazione, mentre, alla luce di quanto disposto dall'art. 2501-*bis*, il legislatore delegato ha introdotto una legittimità condizionata al rispetto di determinati requisiti e formalità<sup>70</sup>.

L'art. 2501-*bis* ha introdotto, dunque, la fattispecie della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento nell'ordinamento italiano. Nel comma primo dell'articolo in oggetto, viene individuata la fattispecie cui deve essere applicato il procedimento di fusione c.d. "a formalità aggravata".

Perché l'art. 2501-*bis* trovi applicazione è necessario che<sup>71</sup>:

- a. Una società abbia contratto debiti per acquisire il controllo di un'altra società;
- b. Il controllo sia stato effettivamente acquisito, e sia detenuto ai sensi dell'art. 2359;
- c. Il patrimonio della società acquisita venga a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti.

Il primo elemento che costituisce la fattispecie è l'assunzione del debito. Ciò che rileva, affinché sia integrato tale elemento, non è né la tipologia di contratto né la natura del soggetto erogatore, ma che – conformemente ai principi contabili – la

---

<sup>69</sup> in tal senso: P. Schelsinger, "merger leveraged buyout e riforma societaria", in Corr. Giur., 2003; M. Spolidoro, in "Fusioni pericolose – merger leveraged buyout", in Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative, Fondazione Italiana del Notariato, 2007 e L. Picone, "Il leveraged buyout nella riforma del diritto societario", in Contr. Impr., 2003

<sup>70</sup> Cfr. N. Abriani, "Codice delle società", 2016 e L. Picone, *op. cit.*

<sup>71</sup> Cfr. Massima L.B.I., Comitato Triveneto dei Notai, A. Malguzzi, "La disciplina del leveraged buyout dopo la riforma del diritto societario", in Riv. Dot. Comm., n. 6/2005 e L. Picone, *op. cit.*

somma sia iscritta nella voce “debiti” del passivo dello stato patrimoniale<sup>72</sup>.

Inoltre, è necessario, perché sia applicabile l’art. 2501-*bis*, che esista un collegamento funzionale<sup>73</sup> tra indebitamento ed acquisizione; che vi sia collegamento temporale<sup>74</sup> tra l’assunzione del debito e l’acquisizione.

Infine, non avendo individuato il legislatore una misura minima dell’indebitamento affinché la norma in oggetto trovi applicazione, sembra logico sostenere che la dimensione dell’indebitamento non sia rilevante ai fini dell’integrazione o meno della fattispecie di MLBO<sup>75</sup>. Tuttavia, in dottrina è stata sostenuta anche la tesi per cui i debiti che rilevano ai fini dell’applicazione del 2501-*bis* siano esclusivamente quelli che determinano un eccessivo squilibrio dell’indebitamento<sup>76</sup>.

Affinché sia soddisfatto il secondo elemento necessario per integrare la fattispecie di cui all’art. 2501-*bis*, ciò che rileva è che l’acquirente detenga il controllo della *target* al momento della fusione<sup>77</sup>. La nozione di controllo cui fare riferimento è quella che il legislatore fornisce nell’art. 2359<sup>78</sup>.

La *ratio* di questo elemento sta nella capacità della società acquirente di determinare la traslazione del debito anomalo a mezzo della fusione<sup>79</sup>.

---

<sup>72</sup> L. Picone, *op. cit.*, secondo tale autore anche le somme erogate “fuori capitale” dai soci a favore della società, se qualificabili come “debiti” della società, integrano gli estremi per l’applicabilità dell’art. 2501-*bis*.

<sup>73</sup> Il collegamento funzionale sussiste ogniqualvolta che il debito è assunto **per** acquisire il controllo, ovvero ogni volta che l’acquirente procede all’acquisizione utilizzando somme a debito. *Cfr.* L. Picone, *op. cit.* e L. Ardizzone, sub art. 2501-*bis*, in “Trasformazione - Fusione – Scissione”, (a cura di) L.A. Bianchi

<sup>74</sup> Il collegamento temporale deve sussistere sia tra debito e acquisizione che tra acquisizione e fusione.

In merito al primo lasso di tempo, il collegamento sussiste ogni volta che sussiste il collegamento funzionale, infatti non il tempo intercorso tra indebitamento e acquisizione.

In merito al secondo lasso temporale, il collegamento sussiste ogniqualvolta, al momento della fusione, la *newco* abbia nel proprio patrimonio un debito contratto per acquisire la *target*. *Cfr.* L. Picone, *op. cit.* e L. Ardizzone, sub art. 2501-*bis*, in “Trasformazione - Fusione – Scissione”, (a cura di) L.A. Bianchi

<sup>75</sup> L. Picone, *op. cit.*

<sup>76</sup> *Cfr.* Massima L.B.1, Comitato Triveneto dei Notai

<sup>77</sup> Così Trib. Milano, 14 agosto 2015, in [www.iusexplorer.it](http://www.iusexplorer.it): “L’art. 2501 *bis* c.c. non ha ad oggetto la disciplina di qualunque fattispecie di fusione con indebitamento ma solo di quelle fattispecie in cui un soggetto mira ad ottenere il controllo di una società, proponendosi la norma di imporre una disciplina più stringente a tutela degli interessi degli azionisti di minoranza della società bersaglio”.

<sup>78</sup> L. Picone, *op. cit.*

<sup>79</sup> A. Malguzzi, *op. cit.*, l’autore intende per “debito anomalo” un debito non inerente con l’impresa della società acquisita.

Il terzo, ed ultimo, elemento richiesto dal legislatore per la qualificazione dell'operazione come fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, è l'unico elemento introdotto dal legislatore delegato, infatti nella legge delega non vi è alcuna previsione in tal senso.

Il primo requisito – che il patrimonio della società acquisita venga a costituire garanzia generica – invero, appare tautologico: tale effetto non è altro che una mera conseguenza della fusione<sup>80</sup>.

Invece, il secondo requisito – che il patrimonio della società acquisita costituisca fonte di rimborso di detti debiti – è integrato ogniqualvolta l'indebitamento dell'acquirente non trovi giustificazione nel patrimonio della società stessa, ma nel merito di credito della *target*.<sup>81</sup>

Infine, è bene evidenziare che affinché possa trovare applicazione l'art. 2501-*bis*, i tre requisiti suddetti devono essere tutti soddisfatti.

### **3.2.2.1 Il procedimento di fusione c.d. “a formalità aggravata**

Atteso che la legge delega ha chiarito la liceità dell'operazione e che il primo comma dell'art. 2501-*bis* individua la fattispecie di merger leveraged buyout, i successivi commi dell'art. 2501-*bis* collocano la norma sul piano della disciplina procedimentale della fusione, prevedendo particolari obblighi informativi che si sommano a quelli normalmente previsti per la fusione.

La *ratio* dell'art. 2501-*bis*, e del procedimento di fusione a formalità aggravata che questo introduce, non è quello di sottrarre eccezionalmente l'operazione di *MLBO* al divieto di assistenza finanziaria. Invero, con questa norma il legislatore ha voluto definire come e quanto occorre motivare, informare ed attestare nei documenti preassembleari – così da raggiungere un livello di trasparenza ed affidabilità opportuno in relazione alla potenziale rischiosità dell'operazione – al fine di tutelare gli interessi che un'operazione di *MLBO* lede o potrebbe ledere<sup>82</sup>.

Il primo requisito richiesto per la validità del *MLBO* è l'indicazione, nel progetto di fusione *ex art. 2501-ter*, delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione.

---

<sup>80</sup> L. Picone, *op. cit.*

<sup>81</sup> A. Malguzzi, *op. cit.*

<sup>82</sup> *Cfr.* M. Spolidoro, *op. cit.*

Attraverso tale indicazione, in seguito ad una ponderata analisi della sostenibilità del debito<sup>83</sup>, gli amministratori indicano le modalità attraverso cui la società risultante dalla fusione sarà in grado di onorare il debito contratto per l'acquisizione.

Particolare attenzione deve essere riservata al termine “risorse finanziarie” ed al suo significato. Dette risorse, come postulato dalla funzione di garanzia o fonte di rimborso del patrimonio della *target*, devono essere reperite al livello della società obiettivo, escludendo però che la società che risulta dalla fusione si appropri *sic et simpliciter* del patrimonio della *target* e lo consumi per ripianare l'esposizione debitoria<sup>84</sup>.

In modo più specifico, tali risorse sono individuabili nella liquidità (nel senso di cassa) che abbia fonte endosocietaria, ovvero sia prodotta da attività proprie della società. In tal modo sono escluse dalle risorse finanziarie ammissibile i nuovi finanziamenti, apparendo inopportuno che il debito sia rimborsato contraendo nuovo debito<sup>85</sup>.

Altro requisito, aggiuntivo rispetto a quanto previsto per le normali operazioni di fusione, richiesto ai fini della validità del *merger leveraged buyout*, è l'indicazione nella relazione *ex art. 2501-quinquies* delle ragioni che giustificano l'operazione, di un piano economico finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere.

Per quanto concerne le ragioni a giustificazione dell'operazione, non è chiaro se sussista alcuna differenza tra le giustificazioni normalmente richieste dall'art. 2501-*bis* e la giustificazione richiesta nella relazione dell'organo amministrativo nell'ambito di un *MLBO*. Vista l'esplicita richiesta di indicazioni di tali ragioni nell'articolo che disciplina la fusione a seguito di indebitamento, sembra evidente che una differenza tra le due giustificazioni sussista. Tuttavia, il legislatore non ha precisato di quale ulteriore giustificazione si tratti<sup>86</sup>.

In prima battuta, attraverso la richiesta di ragioni che giustificano l'operazione, sembrerebbe che il legislatore abbia seguito la corrente di pensiero introdotta dalla c.d. “sentenza Trengo”<sup>87</sup>; tuttavia il legislatore è stato silente sul punto, e se avesse voluto seguire tale corrente avrebbe certamente potuto esplicitare la richiesta di “concrete ragioni imprenditoriali”.

---

<sup>83</sup> Cfr. G. Alpa *et al.*, “Codice civile commentato – tomo III”, 2013

<sup>84</sup> Cfr. N. Abriani, *op. cit.*

<sup>85</sup> Cfr. G. Alpa, *op. cit.*, l'autore ricomprende tra le risorse finanziarie, come intese dal legislatore ai fini dell'applicazione del 2501-*bis*, la liquidità che abbia fonte extrasocietaria, purché si tratti di “mezzi propri” della società (aumenti di capitale da parte dei soci).

<sup>86</sup> Cfr. G. Alpa, *op. cit.*

<sup>87</sup> Cfr. 3.2.1

Allora, restando ferma la neutralità della fusione – valida per qualsiasi motivazione, anche finalità meramente economico-finanziarie – le ragioni richieste dall'art. 2501-*bis*, ragionevolmente, riguardano non già la fusione in sé, ma l'intera operazione di *MLBO*. Quindi, ciò che dovrà emergere dalla relazione dell'organo amministrativo sono, non solo la giustificazione della fusione, ma i motivi per cui gli amministratori abbiano ritenuto il passaggio attraverso la fase di *merger* necessario per meglio assolvere al rimborso/garanzia dell'indebitamento<sup>88</sup>.

Il piano economico finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie (*business plan*) richiesto dalla norma, compone un *unicum* insieme alle ragioni che giustificano l'operazione. Infatti, il *business plan* è funzionale a dimostrare che l'operazione sia giustificata e che la società risultante dalla fusione possa, successivamente alla fusione, avere stabilità e redditività nonostante il debito anomalo che su di essa viene traslato. Il piano deve indicare, inoltre, la fonte delle risorse finanziarie; questa informativa, qualitativamente, non si distingue da quella che l'art. 2501-*bis* già prevede per il progetto di fusione. In questa sede, però, gli amministratori sono chiamati a fornire informazioni più dettagliate e precise<sup>89</sup>.

Come contenuti del *business plan*, la tecnica professionale individua tre elementi fondamentali: analisi della struttura dell'indebitamento *post*-fusione; analisi delle risorse finanziarie per estinguere l'indebitamento e la predisposizione di un piano strategico corredato di stati patrimoniale, conti economici e *cash flow* previsionali<sup>90</sup>.

Nella relazione *ex art. 2501-quinquies*, in costanza di *MLBO*, l'organo amministrativo è chiamato ad indicare gli obiettivi che si intendono raggiungere.

Visto il contesto in cui tale prescrizione si inserisce, gli obiettivi sono da intendersi in termini di ammontare di indebitamento e di composizione delle fonti<sup>91</sup>. Tale informativa assolve a finalità di chiarezza e trasparenza, indicando ai soci se la fusione abbia soltanto finalità “finanziarie”, ovvero anche finalità “industriali”<sup>92</sup>.

Perché il procedimento di fusione a seguito di indebitamento sia valido, è necessario, inoltre, che la relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies* attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione.

---

<sup>88</sup> Cfr. G. Alpa, *op. cit.*

<sup>89</sup> Cfr. G. Alpa, *op. cit.*

<sup>90</sup> Cfr. A. Mechelli, materiali didattici del corso di “Revisione, deontologia e tecnica professionale”, A.A. 2017-2018

<sup>91</sup> Cfr. G. Savioli, “Le operazioni di gestione straordinaria”, 2011

<sup>92</sup> Cfr. G. Alpa, *op. cit.*

Attraverso l'applicazione di questa prescrizione, quanto riportato dal progetto di fusione – ed indirettamente quanto riportato nel *business plan*<sup>93</sup> - è sottoposto al vaglio degli esperti.

Agli esperti non è chiesto di garantire che le previsioni degli amministratori siano rispettate nel quando e nel quanto<sup>94</sup>, ma dovranno attestare che, alla luce delle informazioni in loro possesso, le risorse finanziarie indicate e le previsioni del *business plan* permettano, ragionevolmente, di rimborsare il debito contratto<sup>95</sup>.

Ultimo elemento di cui si compone il procedimento di fusione a formalità aggravata è la produzione di una relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente.

Sebbene la norma non espliciti quale debba essere il contenuto della relazione, inquadrando tale precetto nell'ambito della disciplina dell'art. 2501-*bis*, sembra che il soggetto incaricato della revisione legale dei conti debba attestare la correttezza e conformità ai principi contabili dei dati contabili su cui gli amministratori hanno basato l'elaborazione del *business plan*<sup>96</sup>. Il revisore, quindi, non è chiamato ad esprimere alcun giudizio sulla ragionevolezza delle affermazioni degli amministratori contenute nella loro relazione.

Fino all'introduzione del D.lgs. n. 39/2010, la portata applicativa della norma ha suscitato dubbi.

Nella sua forma previgente, il quinto comma dell'art. 2501-*bis*, prevedeva che al progetto fosse allegata una “relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente”. Così, una parte della dottrina<sup>97</sup> sosteneva che la norma trovasse applicazione solo se una delle due società fosse soggetto obbligatoriamente alla revisione contabile da parte di una società di revisione; altra parte della dottrina<sup>98</sup>, invece, sosteneva che la relazione *de qua* dovesse essere sempre predisposta, anche quando il controllo fosse affidato al collegio sindacale.

Con l'intervento del D.lgs. n. 39/2005, il comma in oggetto prevede che sia allegata una relazione “del soggetto incaricato

---

<sup>93</sup> Cfr. N. Abriani, *op. cit.*

<sup>94</sup> Basti pensare che, con elevata probabilità, i flussi di cassa prospettici generati dalla società che risulta dalla fusione si discostano da quelli che la *target* ha dimostrato di poter generare. È proprio questo l'obiettivo di un'operazione di *MLBO*: sfruttare le innovazioni gestionali per migliorare la redditività dell'impresa obiettivo.

<sup>95</sup> Cfr. G. Alpa, *op. cit.*

<sup>96</sup> Cfr. G. Bonfante, “Atti societari. Formulario commentato”, 2017

<sup>97</sup> 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.”, in “Il controllo nelle società e negli enti”, 2006.

<sup>98</sup> Per tutti, C. Santagata, “Le fusioni”, in Tratt. Colombo-Portale, VII, 1, 2004.

della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente”. Questa nuova formulazione non lascia spazio ad alcuna limitazione circa la natura del soggetto estensore: la relazione in oggetto dovrà essere redatta da chi è incaricato della revisione legale dei conti, sia esso una società di revisione, un revisore legale o il collegio sindacale<sup>99</sup>.

Qualora entrambe le società partecipanti alla fusione siano soggette alla revisione legale dei conti, è loro facoltà scegliere a quale dei soggetti incaricati della revisione affidare la relazione<sup>100</sup>.

La norma, infine, prevede che la relazione in oggetto sia allegata al progetto di fusione. Tuttavia, tale documento non è normalmente redatto contemporaneamente al progetto. Questo apparente contrasto si risolve prevedendo che la formazione del progetto, nei casi di *MLBO*, si perfezioni ed assuma rilevanza una volta che ad esso sia unita la relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti<sup>101</sup>.

Individuati gli elementi aggiuntivi di cui si compone il procedimento di fusione a formalità aggravata, nell’ultimo comma dell’art. 2501-*bis*, il legislatore esclude che gli artt. 2505 e 2505-*bis* possano essere applicati alle fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento.

Infatti, le disposizioni dell’art. 2501-*bis* trovano sempre applicazione, anche nei casi in cui<sup>102</sup>:

- Tutti i soci delle società coinvolte nella fusione e tutti i creditori delle medesime abbiano manifestato il loro consenso a derogare la procedura di legge;
- La società incorporante detenga l’intero capitale dell’incorporata.

---

<sup>99</sup> *Cfr.* Massima n. 118, Consiglio Notarile di Milano. Nella massima il Consiglio individua la *ratio* della norma nella tutela dei soci della società *target* e dei creditori sociali di questa, attraverso un’informazione più ampia e accurata dei dati previsionali dell’operazione. Da ciò sono ricavati tre corollari: a) l’obbligo della redazione è inderogabili in quanto posto a tutela non solo dei soci ma anche dei terzi; b) la relazione deve essere predisposta anche quando la revisione sia affidata al collegio sindacale; c) la norma trova applicazione anche per le società che volontariamente si sottopongono alla revisione legale dei conti.

<sup>100</sup> Massima L.B.7, Comitato Triveneto dei Notai

<sup>101</sup> *Cfr.* Massima n. 118, Consiglio Notarile di Milano

<sup>102</sup> Massima L.B.2, Comitato Triveneto dei Notai

## Conclusioni

Dall'analisi effettuata in questo elaborato emerge come le operazioni trattate siano oggetto di una disciplina per molti versi simile e caratterizzata da un forte proceduralizzazione da parte del legislatore.

Infatti, con il D.lgs. n. 6/2003, il legislatore riformante ha certamente risposto alle richieste di semplificazione e di precisazione dei procedimenti avanzate dal legislatore delegante attraverso l'art. 7 della L. 3 ottobre 2001 n. 366.

Lo schema generale, introdotto dalla riforma del 2003, seguito dalle operazioni oggetto di questo elaborato è organizzato come segue: (1) progettazione dell'operazione e delle sue caratteristiche contingenti; (2) decisione dei soci in merito allo svolgimento dell'operazione; (3) atto, mediante il quale viene conclusa l'operazione.

Particolare attenzione è stata posta dal legislatore sui documenti che devono essere redatti durante lo svolgimento di queste operazioni – soprattutto per le fusioni e i MLBO – ed infatti lo scopo principale di questi è quello di assicurare ai soci la disponibilità di tutte le informazioni, per poter così addivenire ad una decisione coerente con gli interessi di cui sono portatori.

Le stringenti procedure previste dalla legge e l'ampia informativa in favore dei soci e di tutti i soggetti interessati da queste operazioni fanno sì che tutte le operazioni avvengano all'interno del solco tracciato dal legislatore; in questo modo sono tutelati gli interessi delle parti coinvolte e quelli dell'intero sistema giuridico ed economico.

Inoltre, alcune somiglianze tra le operazioni oggetto di questa analisi sono riscontrabili anche sul piano economico: le operazioni discusse rispondono tutte a finalità di riorganizzazione aziendale o a strategie di produzione.

Con particolare riferimento all'operazione di fusione, come precedentemente approfondito, il dibattito in dottrina si è soffermato principalmente sulla natura giuridica dell'istituto: da un lato la tesi estintivo-creativa, che individua nella fusione un parallelo con la successione *mortis causa*, e dall'altro la tesi modificativa, che identifica la fusione come una particolare fattispecie di modificazione dell'atto costitutivo.

Per quanto concerne il *merger leveraged buyout*, particolare attenzione, da parte della dottrina, è stata posta sulla compatibilità dell'operazione con l'ordinamento italiano. Sul punto si sono opposte principalmente due dottrine: quella

sostanzialistica, che non riconosceva l'ammissibilità dell'istituto poiché contrario alle prescrizioni dell'art. 2358 e perché configurabile come contratto in frode alla legge, e quella formalistica, sostenitrice di posizioni diametralmente opposte.

Neanche la giurisprudenza di merito, sebbene poco numerosa per via della ristretta base societaria di molte delle aziende coinvolte in un MLBO e per via dell'efficacia sanatoria dell'art. 2504-*quater*, ha raggiunto posizioni univoche circa l'ammissibilità del MLBO.

Le due pronunce di maggior rilievo – “caso Farmitalia” e “caso Trenno” – esprimono posizioni opposte: la prima sancisce la piena ammissibilità dell'istituto della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, la seconda individua nell'esistenza o meno delle “concrete ragioni imprenditoriali che lo giustificavano” il fattore discriminante tra MLBO leciti ed illeciti.

Il dibattito si è svuotato di parte del suo valore quando, con la riforma del diritto societario del 2003, il legislatore delegato ha introdotto l'art. 2501-*bis* con il quale ha sostanzialmente fornito un'interpretazione autentica della norma, ammettendo così che l'operazione fosse lecita e, al contempo, sottoponendola ad una particolare regime procedurale.

## Bibliografia

“Overview of LBO debt financing”, in askivy.net (<http://www.askivy.net/articles/private-equity/interview-preparation/overview-of-lbo-debt-financing>)

A. Frignani, “Il *leveraged buy-out* nel diritto italiano”, in Giur. Comm., vol. 1/1989

A. Malguzzi, “La disciplina del *leveraged buyout* dopo la riforma del diritto societario”, in Riv. Dot. Comm., n. 6/2005

A. Mechelli, materiali didattici del corso di “Revisione, deontologia e tecnica professionale”, A.A. 2017-2018

A. Sacchi, “Attività diverse dalla revisione contabile in senso stretto attribuite al Revisore dalla riforma del diritto societario e dal TUIF: fusione, aumento di capitale, acconti sui dividendi (prima parte)”, in Il controllo nelle società e negli enti, 2005

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.”, in “Il controllo nelle società e negli enti”, 2006

Accademia Romana di Ragioneria, nota operativa n. 10/2016

Associazione Preite, “Il diritto delle società”, U. Morera, G. Olivieri, M. Perassi, G. Presti, F. Vella, Bologna (a cura di), 2012

B. Bertini, “LBO e LMBO: problemi operativi e tendenze giurisprudenziali in Italia e negli USA”, in Contratto e Impresa, 3/2000

B. Dei *et al.*, “Manuale di contabilità fiscale”, 2013

B. Frizzera, “Operazioni straordinarie – *leveraged buyout*”, in Guida Pratica Fiscale, n. 2/2010

B. Libonati, “I bilanci straordinari”, in Giur. Comm., 1982

Bibliografia cap. 3

C. Riviezzo (a cura di), “L’impresa in tempo di crisi. Riorganizzazione e strumenti di soluzione dell’insolvenza – Rapporti di lavoro, con banche e fisco”

C. Ruggiero, “La fusione aspetti civilistici e fiscali”

C. Santagata, “Le fusioni”, in Tratt. Colombo-Portale, VII, 1, 2004

C. Santagata, “Operazioni straordinarie e responsabilità”, in RS, 2004

C. Venturi, “La fusione e la scissione delle società. Le novità della riforma”, tuttocamere – Fusione e scissione, 2005

Concetta Brescia-Morra, Giovanni Cabras, Aldo Ferrari, Paolo Ferro-Luzzi, Antonio Giovannoni, Rita Gismondi, Giuliano Lemme, Alessia Montonese, Barbara Pansadoro, Maria Raffaella Sancilio (a cura di), “Commento al D.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, recante la riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, in attuazione della legge 3 ottobre 2001 n. 366”

D. Angelini, “Aspetti finanziari del *leveraged buyout* e problemi di qualificazione giuridica”, in Magistra, Banca e Finanza – [www.tidona.com](http://www.tidona.com)

D. Rafner, “Advantages & limitations of LBO valuation”, in [www.smallbusiness.chron.com](http://www.smallbusiness.chron.com)

D. Santosuosso (a cura di), “Commentario del Codice Civile. Della Società - Dell’Azienda - Della Concorrenza - Vol. III (Artt.2452-2510)”,2015.

D.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6

D.lgs. 22 giugno 2012 n. 123

E. Ardemani (a cura di), “Manuale di amministrazione aziendale”, 1977

E. Civerra, “La fusione come fenomeno successorio”, *Le società* 2/2006

E. Civerra, “le operazioni straordinarie”, 2008

E. De Luise, “Le operazioni di *leveraged buy-out* nell’ordinamento italiano”, in [www.iusinitinere.it](http://www.iusinitinere.it)

E. Zanetti, “Il contenuto del progetto di fusione”, in *Pratica Fiscale e Professionale*, 44/2006 e 45/2006.

F. Di Pretorio, “Operazioni di *merger leverage buy-out*: pro e contro”, [www.diritto24.ilsole24ore.com](http://www.diritto24.ilsole24ore.com)

F. Magliulo, “La fusione delle società”, 2009

F. Magliulo, “La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario”, in *Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative*, Fondazione Italiana del Notariato, 2007

F. Marabini, “I problemi sempre attuali del *leveraged buy-out*”, in *Dir. Comm. Int.*, 1996

F. Modigliani e M. Miller “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*”, *The American Economic Review*, Vol. 3, 1958

F. Modigliani e M. Miller “*The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment: A correction*”, *The American Economic Review*, Vol. 3, 1963

F. Satin *et al.*, “Le operazioni di *leveraged buyout*: esperienze internazionali e realtà italiana”, in *Amm. & Fin.*, 1988

F. Scardulla, “La trasformazione e la fusione”, 1989

F. Fortuna, “Le operazioni straordinarie”, materiali didattici del corso di Revisione, deontologia e tecnica professionale, A.A. 2013-2014

G. Alpa *et al.*, “Codice civile commentato – tomo III”, 2013

G. Bonfrate *et al.*, “Atti societari – Formulario commentato”, 2017

G. Bonilini *et al.* (a cura di), “Codice civile commentato – Artt. 1678-2969”, 2012

G. Cottino, “Diritto commerciale”, 1999

G. Dinacci *et al.*, “I contratti per il finanziamento dell’impresa”, 2009

G. Fernandez, “Le operazioni sulle proprie partecipazioni nella S.r.l.”, in *Giur. Comm.*, vol. 6/2010

G. M. Maddalena, “Il titolo della responsabilità della società per il danno da fusione”, in *Sistema Società*, Nov. 2011, n. 11/12

G. Rebecca, “La situazione patrimoniale e il deposito degli atti nella fusione” in *Contabilità Finanza e Controllo - Rivista di gestione aziendale*, agosto-settembre 2009.

G. Savioli, “Le operazioni di gestione straordinaria”, 2011

Gaeta, sub art. 2501-*septies*, in *Fauceglia, Schiano di Pepe* (a cura di), *Codice commentato delle S.p.A.*, 2007.

L. Lowenstein, “*Management buy outs*”, 1985

L. Picone, “Il *leveraged buyout* nella riforma del diritto societario”, in Contr. Impr., 2003

L. Ardizzone, sub art. 2501-bis, in “Trasformazione - Fusione – Scissione”, L.A. Bianchi (a cura di)

L.A. Bianchi, “La congruità del rapporto di cambio nella fusione”, 2012

Lg. 3 ottobre 2001 n. 366

Lupi, “Profili tributari della fusione di società”, 1989

M. Bergamaschi, “sulla congruità del concambio nelle operazioni di fusione: note critiche”, Rivista dei Dottori Commercialisti, n. 2/2012

M. Caratozzolo, “I criteri di formazione del primo bilancio post fusione: interpretazione dell’art. 2504 bis, 4° co., c.c.”, in Soc, 2006, 1461

M. Nastri *et al*, “Il capitale sociale e le operazioni straordinarie”, 2012

M. Nicodemo, “Le operazioni straordinarie”, 2010

M. Spolidoro, “Fusioni pericolose – *merger leveraged buyout*”, in Le operazioni societarie straordinarie: questioni di interesse notarile e soluzioni applicative, Fondazione Italiana del Notariato, 2007

M. Visconti, M. Renesto, “Fusioni e scissioni”, 2012

M. Mancin (a cura di), “Operazioni straordinarie e aggregazioni aziendali. Risvolti contabili, civilistici e fiscali”, 2016

Massima K.A.13 del Comitato Triveneto dei Notai

Massima K.A.27 del Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.A.2, Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.A.3, Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.A.9, Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.B.1, Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.B.2, Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.B.7, Comitato Triveneto dei Notai

Massima L.D.9, Comitato Triveneto dei Notai

Massima n. 118, Consiglio Notarile di Milano

Massima n. 87 del Consiglio Notarile di Milano

N. A. Bruno, “Il LBO nella casistica giurisprudenziale”, in Banca, borsa e titoli di credito, 2002

N. Abriani, “Codice delle società”, 2016

R. Nalli “Il D.lgs. n. 123/2012 e le novità per fusioni e scissioni”, C&S Informa, volume 13, numero 8 anno 2012

O. Cagnasso, “Trasformazione, fusione e scissione”, 2012

O. Cagnasso, Commento agli artt. 2502 e 2502 bis, in G. Cottino *et al.*, “Il nuovo diritto societario, commentario”, 2004

ODCEC di Roma, “Il leveraged buy-out: tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive”, in Il fisco, Giugno 2014

OIC 4

P. Montalenti, “Il leveraged buyout”, 1991

P. Montalenti, “*Leveraged buyout*: una sentenza chiarificatrice”, in *Giur. It.*, vol. 11/1999

P. Schelsinger, “*merger leveraged buyout* e riforma societaria”, in *Corr. Giur.*, 2003

P.G. Marchetti, “Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni”, in *Rivista del Notariato*, n. 2/1991

R. Lunelli (a cura di), “Operazioni straordinarie”, in *associazionetributaristi.it*, 2004

R. Pardolesi, “*Leveraged buyout*: una novità a tinte forti (o fosche?)”, in *Giur. Comm.*, vol. 3/1989

Relazione di accompagnamento al D.lgs. n. 22/1991

S. Cacchi Pessani, Relazione dell’organo amministrativo, sub art. 2501 quinquies, in *Comm. Marchetti, Bianchi, Ghezzi, Notari*, 2006

S. Hannus, “*The price of Nothing – The value of everything: towards an understanding of value creation in private equity buyouts*”, in [www.researchgate.net/publication/278646124](http://www.researchgate.net/publication/278646124)

S. Parmiggiani, “Il *leveraged buyout* nell’ordinamento italiano”, in *Giur. Comm.*, Vol. 6/2010

U. Morello, “Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, *leveraged buy outs* e *management buy outs*”, 1990

V. Sangiovanni, “Fusione di società e opposizione dei creditori”, in *Contratto e impresa*, n. 6/2010

V. Zambrano, F. Sbarbaro, Relazione degli esperti. Art. 2501-sexies, in P. Cendon (a cura di) “Commentario al Codice Civile.

Artt. 2484-2510. Scioglimento e liquidazione. Trasformazione, fusione e scissione”, 2010

<http://www.ilsole24ore.com/art/SoleOnLine4/100-parole/Economia/M/mezzanine-debt.shtml?uuid=53633004-580b-11dd-93cb-a54c5cfd900&DocRulesView=Libero>

<http://www.streetofwalls.com/articles>, “Key characteristics of a LBO candidate”

[www.statista.com](http://www.statista.com), “Value and number of M&A transactions in Italy 2006-2016”

[www.aifi.it/glossario](http://www.aifi.it/glossario)

[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it)

[www.treccani.it/enciclopedia](http://www.treccani.it/enciclopedia)