

CRISTIANO CINCOTTI

Fusione con indebitamento, leva finanziaria e *distruzione del valore della target.*

SOMMARIO: 1. Il problema. – 2. La rilevanza della leva finanziaria nel giudizio di legittimità delle operazioni di MLBO. – 3. Il piano economico e finanziario redatto dagli amministratori. - 4. Il giudizio di ragionevolezza dell'esperto. - 5. I rapporti tra leva finanziaria, *legittimità e liceità* dell'operazione di MLBO. 6. (*segue*) Leva finanziaria e rapporto di cambio. - 7. (*segue*) Leva finanziaria e “distruzione del valore” della *target*.

1. Il problema.

La decisione di ricorrere all'indebitamento per finanziare l'attività d'impresa (c.d. leva finanziaria o *leverage*), nonché la misura dell'indebitamento in rapporto ai mezzi propri, riveste un'importanza centrale nelle scelte gestorie delle società di capitali. Invero, come è noto, il ricorso al debito è idoneo ad amplificare – tanto in senso positivo che in senso negativo – la redditività del capitale, in funzione del rapporto tra redditività dell'investimento finanziato e tasso di interesse corrisposto sul finanziamento¹. Nel contempo, un eventuale squilibrio tra mezzi propri e debito, ovvero flussi di cassa negativi o squilibrati tra il breve ed il lungo termine, possono comportare il venir meno della continuità aziendale², con gravi conseguenze che prendono le mosse

¹ Il ROE (*Return On common Equity*) ossia la redditività del capitale proprio, è pari a $ROI + ((ROI - rD) \times LEVA)$, dove ROI (*Return On Investment*) è l'indice di redditività del capitale investito ed rD è il costo del debito. Dalla semplice formula ora riportata è evidente che, ove il ROI sia superiore al tasso di interesse dovuto a fronte del debito contratto dall'impresa, la leva finanziaria determina un aumento del ROE, ossia della redditività del capitale proprio. Per contro, un ROI inferiore al tasso di interesse corrisposto dall'impresa ai creditori determina un effetto inverso ed il ricorso alla leva finanziaria determina una riduzione della redditività del capitale.

² Il Documento Banca d'Italia/Consob/Isvap n. 2 del 6 febbraio 2009 *Informazioni da fornire nelle relazioni finanziarie sulla continuità aziendale, sui rischi finanziari, sulle verifiche per riduzione di valore delle attività e sulle incertezze nell'utilizzo di stime* e, in particolare, il Documento n. 570 della Commissione paritetica per i principi di revisione sulla *Continuità aziendale*, mutuato dal Principio di revisione internazionale ISA 570 *Going concern*, raccomandato dalla Consob con delibera 16231 del 21 novembre 2007 e il documento dello IAASB “*Audit Considerations in Respect of Going Concern in the Current Economic Environment*” del 20 gennaio 2009, evidenziano infatti, tra gli indicatori che possono far sorgere dubbi significativi sul presupposto della continuità aziendale, circostanze attinenti essenzialmente al momento finanziario dell'impresa, quali situazioni di *deficit* patrimoniale o di capitale circolante netto negativo; prestiti a scadenza fissa e prossimi alla scadenza senza che vi siano prospettive verosimili di rinnovo o di rimborso; oppure eccessiva dipendenza da prestiti a breve termine per finanziare attività a lungo termine; indicazioni di cessazione del sostegno finanziario da parte dei finanziatori e altri creditori; bilanci storici o prospettici che mostrano *cash flow* negativi; principali indici economico-finanziari negativi; consistenti perdite operative o significative perdite di valore delle attività che generano *cash flow*; mancanza o discontinuità nella distribuzione dei dividendi; incapacità di saldare i debiti alla scadenza; incapacità nel rispettare le clausole contrattuali dei prestiti; cambiamento delle forme di pagamento concesse dai fornitori dalla condizione “a credito” alla condizione “pagamento alla consegna”; incapacità di ottenere finanziamenti per lo sviluppo di nuovi prodotti ovvero per altri investimenti necessari.

dalla modifica dei principi di redazione del bilancio³ e, passando per il verificarsi di una autonoma causa di scioglimento della società⁴, giungono fino allo stato di crisi o di vera e propria insolvenza dell'impresa⁵.

La finanza aziendale, peraltro, è rimasta sostanzialmente negletta da parte del legislatore del 1942 e per i successivi sessant'anni, laddove la disciplina contabile delle società di capitali è stata tradizionalmente fondata sul sistema del *legal capital*⁶ e del patrimonio netto⁷, senza alcun riguardo per gli aspetti finanziari⁸. La riforma del 2003 ha parzialmente colmato il vuoto legislativo, sviluppando la tematica finanziaria secondo tre linee direttrici che, tuttavia, non denotano l'esistenza di un chiaro principio ispiratore. E così, la prima categoria di interventi normativi è rappresentata dalle ipotesi in cui il legislatore impone dei limiti puntuali al ricorso alla leva finanziaria, come nel caso dell'art. 2545 *quinquies*, che individua il rapporto "ideale" tra mezzi propri ed indebitamento della cooperativa nella misura di 1/4, disponendo che il superamento di tale soglia comporti l'impossibilità per la società di distribuire dividendi, acquistare azioni proprie o assegnare ai soci riserve divisibili. Nello stesso senso, seppur con riferimento ad un'ipotesi specifica di indebitamento, l'art. 2412, comma 1° – modificando il previgente art. 2410 – individua un rapporto massimo di 1 a 2 tra capitale sociale, riserva legale e riserve disponibili (che il legislatore pare ricondurre alla nozione di mezzi propri), da un lato, e valore complessivo del debito

³ Giacché, venendo meno la prospettiva di prosecuzione dell'attività d'impresa, le voci di bilancio non devono più essere valutate secondo valori di funzionamento, ma secondo valori di liquidazione o cessione, e, nel contempo, occorre procedere allo stralcio di tutte le voci dell'attivo dello stato patrimoniale *sub B*) I, 1-5) che potrebbero esprimere il proprio valore solo in un'impresa in funzionamento: sul punto, per tutti, cfr. M. CARATTOZZOLO, *I bilanci straordinari*, Milano, Giuffrè, 2009, 803 ss.

⁴ G. RACUGNO, *Venir meno della continuità aziendale e adempimenti pubblicitari*, in *Giur. comm.*, 2010, I, 208 ss., ove l'A. ricollega il venir meno della continuità aziendale alla sopravvenuta impossibilità di conseguire l'oggetto sociale ex art. 2484, n. 4), cod. civ. Nel prosieguo, tutti gli articoli citati, ove non specificato diversamente, saranno riferiti al codice civile vigente.

⁵ Sul punto cfr. M. SANDULLI, *I controlli della società come strumenti di tempestiva rilevazione della crisi d'impresa*, in *Fallimento*, 2009, 1104; G. DE FERRA, *Rischio di insolvenza*, in *Giur. comm.*, 2001, I, 193 ss.

⁶ Per un'impostazione – anche critica – sulla funzione del capitale sociale nella disciplina delle società di capitali cfr. L. ENRIQUES –J. MACEY, *Raccolta del capitale di rischio e tutela dei creditori: una critica radicale alle regole europee sul capitale sociale*, in *Riv. soc.*, 2002, 78 ss.; F. DENOZZA, *A che serve il capitale? (Piccole glosse a L. Enriques-J.R. Macey, Creditors Versus Capital Formation: The Case against the European Legal Capital Rules)*, in *Giur. comm.*, 2002, I, 585 ss.; L. ENRIQUES, *Capitale sociale, informazione contabile e sistema del netto: una risposta a Francesco Denozza*, in *Giur. comm.*, 2005, I, 607 ss.; M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2006, 1201 ss.

⁷ Circa la rilevanza del patrimonio netto nella disciplina societaria si veda A. LOLLI, *Situazione finanziaria e responsabilità nella governance delle s.p.a.*, Milano, 2009, 35 ss.

⁸ L'unico riferimento rinvenibile nel codice civile precedentemente alla riforma del 2003 circa i limiti all'indebitamento delle società riguardava invero lo specifico problema del debito obbligazionario, laddove il previgente art. 2410 imponeva il divieto superare il rapporto di 1 a 1 tra capitale e obbligazioni emesse.

obbligazionario, dall'altro lato. Resta da rilevare che i limiti puntuali di cui sopra paiono essere stati scelti quasi casualmente e non è possibile, né opportuno, qualificarli come principi generali suscettibili di applicazione oltre ai casi espressamente previsti dal legislatore.

Una seconda categoria di interventi riguarda le ipotesi in cui il legislatore prevede che il rapporto debito/mezzi propri dell'impresa e la sua natura fisiologica o patologica, possa o debba essere accertata con riferimento a singole fattispecie specificamente individuate, come in quella descritta dall'art. 2467 (ma cfr. altresì l'art. 2497 *quinquies*), che sanziona lo "squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto" mediante la postergazione legale dei finanziamenti effettuati dai soci. In quest'ottica può essere altresì menzionato l'art. 2503, ove prevede che una società di revisione possa attestare la *sostenibilità* del debito verso i creditori opponenti sulla base della situazione patrimoniale e finanziaria delle società partecipanti alla fusione. Ancora, l'art. 2447 *ter*, comma 1°, lett. c), richiede che l'istituzione di un patrimonio destinato sia accompagnata da un piano economico-finanziario che evidenzi la congruità del patrimonio rispetto alle obbligazioni che saranno contratte dal patrimonio destinato per la realizzazione dell'affare e, dunque, la *sostenibilità* prospettica dei flussi di cassa futuri. La stessa linea di tendenza può inoltre essere ravvisata nella legge fallimentare, laddove l'art. 67, comma 3°, lett. d), prevede la non revocabilità di atti, pagamenti e garanzie posti in essere in esecuzione di un piano di risanamento idoneo ad assicurare il riequilibrio della situazione finanziaria dell'impresa e così pure l'art. 182 bis l.fall. prevede che l'esperto debba attestare l'idoneità dell'accordo (e del piano) a garantire il regolare pagamento dei creditori estranei. Infine, può citarsi l'art. 2433 *bis* secondo cui la distribuzione degli acconti sui dividendi può avvenire solo ove gli amministratori verificano la sostenibilità finanziaria dell'esborso⁹. Tutte queste ipotesi sono accomunate dall'idea secondo cui per ogni impresa è possibile accertare in un dato momento la *sostenibilità* dell'indebitamento e l'equilibrio della situazione finanziaria prospettica, ma il giudizio deve essere svolto in relazione ai singoli casi concreti e il legislatore non fornisce alcun parametro di riferimento per il giudizio.

La terza e ultima categoria di interventi in materia finanziaria riguarda l'imposizione di obblighi di *disclosure* in relazione alla situazione finanziaria dell'impresa, senza che tuttavia il legislatore ricolleggi alcuna conseguenza diretta alle risultanze di tale informativa: al riguardo si veda l'art. 2381, comma 3°, ove si prevede che il consiglio di amministrazione debba esaminare i *piani finanziari* della società; l'art. 2423, comma 2°, secondo cui il bilancio deve rappresentare *la situazione...finanziaria della società*; l'art. 2428 comma 2°, 6-*bis*), lett. b), ove si prevede che la relazione sulla gestione debba dare conto dell'uso di strumenti finanziari in relazione all'esposizione della società al rischio di prezzo, al rischio di credito, al rischio di liquidità e al rischio di variazione dei flussi finanziari e, infine, l'art. 2447 *decies*, comma 2°, lett. b), che impone alla società di render noto ai terzi il rapporto tra

⁹ Sul punto cfr. M.S. SPOLIDORO, *Legalismo e tutela dei diritti: leveraged buy-out e leveraged cash out nel nuovo diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2008, 1046.

mezzi propri e debito che la società intende impiegare per la realizzazione dell'affare. Queste norme, che recepiscono l'accresciuta rilevanza del momento finanziario nelle società di capitali, sono integrate per le società che redigono i bilanci secondo i principi IAS/IFRS dall'obbligo di predisporre annualmente un rendiconto finanziario secondo le metodologie descritte dallo IAS 7¹⁰, al fine di rappresentare l'evoluzione che le grandezze finanziarie dell'impresa hanno subito nel corso dell'esercizio, nonché i relativi impieghi.

In quest'ultima categoria parrebbe potersi collocare anche l'art. 2501 *bis* cod. civ., là dove la norma, sotto un profilo meramente testuale, si limita ad integrare l'ordinario procedimento dettato per la fusione, imponendo un aggravio degli obblighi informativi allorché questa avvenga a seguito di acquisizione con indebitamento¹¹. Occorre tuttavia rilevare che il contenuto dell'informativa richiesta e, in particolare, le conclusioni cui può giungere la relazione dell'esperto circa la sostenibilità dell'indebitamento contratto per l'acquisizione, potrebbero non essere neutrali rispetto alle sorti della delibera di fusione e comportare un vizio – per violazione dell'art. 2501 *bis*, ovvero per il tramite di altra norma – del procedimento di fusione¹².

Il presente studio ha ad oggetto il rapporto tra leva finanziaria e giudizio di legittimità delle operazioni di acquisizione (*buy out*) di una società (*target*) da parte di una società preesistente o di nuova costituzione, mediante fusione (*merger*) con

¹⁰ G. RACUGNO, *Il rendiconto finanziario*, in IAS/IFRS, *La modernizzazione del diritto contabile in Italia*, Atti del convegno ABI – Giurisprudenza commerciale, Roma, 23-24 novembre 2006, Milano, Giuffrè, 2007, 497 ss. Al riguardo, il § 15 del *Framework* evidenzia che “*le decisioni economiche che sono prese dagli utilizzatori del bilancio richiedono una stima sulla capacità dell'impresa di generare disponibilità liquide e mezzi equivalenti, sulla relativa tempistica e sul loro grado di certezza*”.

¹¹ Sul campo di applicazione della normativa, per un'esemplificazione, cfr. gli orientamenti del *Comitato Interregionale Notarile delle Tre Venezie* in www.trivenetogiur.it ed esaminati nella rassegna di I. DEMURO, *Fusioni e scissioni*, in *Giur. comm.*, 2010, II, 35 ss. Per un'impostazione generale si rinvia agli studi di L. ARDIZZONE, *Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, nel *Commentario Marchetti-Bianchi-Ghezzi-Notari, Trasformazione, fusione, scissione*, a cura di Bianchi, Milano, Egea-Giuffrè, 2006, 463 ss.; P. CARRIÈRE, *Merger leveraged cash-out e merger leveraged buy-out alla luce della Nuova Seconda Direttiva e dei principi contabili internazionali*, in *RDS*, 2008, 499 ss.; D. GALLETTI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, in *Giur. comm.*, 2008, I, 433 ss.; P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 791 ss.; M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy-out)*, in *Riv. soc.*, 2004, ss. 230; ID., *Legalismo e tutela dei diritti*, cit., 1035. *Infra* ulteriori riferimenti relativi alle singole problematiche oggetto di trattazione specifica.

¹² Sulla valenza sostanziale della disciplina dettata dall'art. 2501 *bis* cfr. M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, cit., 256; P. SERRAO D'AQUINO, *sub art. 2501 bis*, nel *Commentario Sandulli-Santoro*, Torino, Giappichelli, 2007, 427; D. GALLETTI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati*, *loc. cit.*; L.G. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma nel diritto societario*, in *Contr. e impr.*, 2003, 1446; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501 bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, Milano, Giuffrè, 2007, 36 ss.; P. MONTALENTI, *Art. 2501 bis. Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, nel *Commentario Cottino*, Bologna, 2003, 2322, che attribuisce alla norma in esame la funzione di individuare “*a quali condizioni le operazioni di merger leveraged buy out sono legittime in quanto non in contrasto con il divieto di fornire prestiti o prestare garanzie per l'acquisto di azioni proprie*”.

indebitamento (*leveraged*), di seguito anche MLBO, di cui all'art. 2501 *bis*¹³. In particolare, la ricerca intende verificare se possa essere individuato un parametro normativo di riferimento circa l'indebitamento che può essere "caricato" sulla *target* per effetto del MLBO senza ledere gli interessi tutelati dall'ordinamento. A tal fine, si procederà ad esaminare il procedimento disciplinato dall'art. 2501 *bis* (§ 2), con particolare attenzione al contenuto e alle finalità del piano economico e finanziario redatto dagli amministratori (§ 3) e della relazione dell'esperto chiamato ad attestare la ragionevolezza del progetto di fusione (§ 4). Su queste basi si verificherà se possa essere individuato un limite quantitativo o qualitativo all'utilizzo della leva finanziaria e, dunque, al ricorso all'indebitamento per finanziare l'acquisizione nelle operazioni di MLBO, desumibile in via diretta dall'art. 2501 *bis*, ovvero dal sistema (§§ 5-6-7). Lo studio non si soffermerà invece – se non incidentalmente – sull'applicabilità alle operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento del divieto di assistenza finanziaria, che non riguarda direttamente la leva finanziaria, ma il connesso problema relativo alla "causa della fusione".

2. La rilevanza della leva finanziaria nel giudizio di legittimità delle operazioni di MLBO.

La caratteristica distintiva delle operazioni di MLBO, ossia la *traslazione del costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita*¹⁴, porta in sé un elemento di disvalore sociale, laddove l'idea che l'acquirente paghi il debito contratto per l'acquisizione col danaro della società acquisita appare difficilmente conciliabile con

¹³ Nel prosieguo si esaminerà, per esigenze di semplificazione, esclusivamente l'operazione "standard" che si perfeziona mediante l'incorporazione della *target* nella società acquirente, ma ogni considerazione svolta può essere applicata *mutatis mutandis* anche alla fusione inversa, con incorporazione dell'acquirente nella *target*, che pur presentando alcune peculiarità in relazione al trattamento contabile (cfr. G.M. GAREGNANI, *Note in tema di rappresentazione in bilancio dei valori originati nelle operazioni di fusione inversa*, in *Dialoghi tra giuristi e aziendalisti in tema di operazioni straordinarie*, a cura di Notari, Milano, Giuffrè, 2008, 275 ss.), non differisce dalla fusione ordinaria per quanto attiene agli interessi tutelati dall'ordinamento.

¹⁴ P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, Giuffrè, 1991, 3.

una concezione etica degli affari¹⁵. E questa considerazione, unitamente alla naturale avversione riguardo ai rischi connessi ad un elevato indebitamento¹⁶, è stata probabilmente la ragione sottesa alle critiche mosse alla fattispecie. Posizioni, queste, sovente supportate dal richiamo ad asseriti *principi generali dell'ordinamento*, quali la *creazione del valore* e la *tutela dell'integrità patrimoniale*, la cui effettiva portata applicativa merita tuttavia una rimediazione¹⁷.

¹⁵ Sulla valenza giuridica dell'etica degli affari si rinvia a V. BUONOCORE, *Postfazione sull'etica degli affari e sull'impresa etica a L'impresa*, nel *Trattato Buonocore*, I, 2.1, Torino, p. 597 ss., laddove l'A. rileva come nel nostro ordinamento “*gli abusi nel mondo societario sono privi il più delle volte di rilevanza (...) e sono compiuti attraverso comportamenti formalmente ossequiosi della norma giuridica ma sostanzialmente lesivi degli interessi di coloro che sono fuori dal governo dell'impresa*”, evidenziando ancora che tutti gli imprenditori, indipendentemente dal credo religioso o dallo schieramento politico, sono accomunati “*o dalla intenzione di ignorare gli azionisti di minoranza e le esigenze di trasparenza dei clienti in pro' dei propri interessi ovvero, il più delle volte, dalla insensibilità – il non sentire affatto, cioè – verso alcuni problemi ovvero, ancora, dalla convinzione che l'ossequio formale alla norma giuridica legittimasse qualunque tipo di comportamento, foss'anche opinabile da un punto di vista etico*”. Sul punto cfr. altresì ID., *Prolusione* letta dall'A. in occasione dell'inaugurazione dell'a.a. 2003-4 dell'Università di Salerno, in *Etica degli affari e impresa etica*, Salerno, 2004, p. 49 ss., ove viene individuato quale primo tentativo di attribuire una dimensione etica all'impresa l'art. 41 Cost., laddove la norma citata stabilisce che l'iniziativa economica non debba svolgersi *in contrasto con l'utilità sociale o in modo da recare danno alla sicurezza, alla libertà, alla dignità umana*”. L'A. rileva tuttavia come i precetti ivi stabiliti siano stati *snobbati* da chiunque – commentatori scientifici, giornalisti e politici – abbia affrontato l'argomento dell'impresa. Sull'art. 41 Cost. ed i suoi rapporti con l'impresa cfr. in particolare ID., *L'impresa*, cit., 340 ss. ove un'ampia ricostruzione della portata e dei limiti della libertà di iniziativa economica.

¹⁶ Sul punto gli studi di *behavioral finance* evidenziano come, nel mondo reale, gli operatori assumono le proprie decisioni non già sulla base dei rischi oggettivi connessi all'operazione progettata – così come determinati dalla scienza economica – bensì sulla base della valutazione soggettiva del “rischio percepito”: in tal senso risulta emblematica la valutazione delle conseguenze del ricorso all'indebitamento per finanziare l'attività di impresa, laddove nella formula riportata *supra* alla nota 1, gli effetti positivi sul ROE della leva finanziaria possono risultare soccombenti dinanzi al rischio dei possibili effetti negativi connessi all'ipotesi in cui il ROI risulti inferiore al tasso di interesse sul debito, e ciò anche prescindendo dalla probabilità che si verifichi l'una o l'altra ipotesi ed in funzione principalmente della propensione al rischio del soggetto considerato. Sul punto cfr., per un'impostazione, N. BARBERIS – R. H. THALER, *A Survey of Behavioral Finance* (September 2002) disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=327880>; V. RICCIARDI, *A Risk Perception Primer: A Narrative Research Review of the Risk Perception Literature in Behavioral Accounting and Behavioral Finance* (July 20, 2004), disponibile su SSRN: <http://ssrn.com/abstract=566802>.

¹⁷ Sulla funzione dei principi generali nel diritto commerciale e, in particolare, sulle difficoltà (ed i rischi) che si incontrano laddove si voglia tradurre i principi generali in *norme d'azione suscettibili di governare la produzione di atti di autonomia privata e dar luogo a rimedi invalidativi o correttivi dell'atto stesso* cfr. M. LIBERTINI, *Clausole generali, norme generali e principi fondamentali nel diritto commerciale*, in www.odc.it.

E' infatti noto che la scelta di finanziare l'impresa mediante l'indebitamento piuttosto che mediante capitale proprio, a far data dagli studi di Modigliani e Miller¹⁸, è ritenuta irrilevante ai fini della determinazione del valore dell'impresa medesima, non potendosi ravvisare un rapporto ideale tra indebitamento e mezzi propri. In particolare, la *proposizione I* del teorema di Modigliani e Miller afferma che il valore dell'impresa è pari al valore attuale dei flussi dei rendimenti attesi dell'impresa, e prescinde dalla sua struttura finanziaria e dalla leva finanziaria adottata¹⁹.

L'art. 2501 *bis* pare aver recepito le indicazioni provenienti dalla finanza aziendale e prende esplicitamente le distanze dalla tesi che considerava illegittime tutte le operazioni di MLBO giacché, per il solo fatto di aver dettato una disciplina della fattispecie, e non già un divieto, ne risulta implicitamente ammessa la legittimità astratta. Quanto al contenuto precettivo della norma, il legislatore ha recepito il principio, ormai pacifico nella finanza moderna²⁰, secondo cui l'indebitamento non è affatto dannoso in sé per l'impresa, ma solo in funzione dell'utilizzo che di tale debito viene fatto nell'attività d'impresa. Così, sulla scorta dell'elaborazione dell'istituto

¹⁸ F. MODIGLIANI - M.H. MILLER, *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*, in 48 *Am. econ. rev.*, 1958, 261-297. Gli studi di Modigliani e Miller non hanno tuttavia posto fine alle riflessioni sulla struttura finanziaria dell'impresa, giacché il teorema, come declinato nelle sue proposizioni, si fonda su una serie di assunti quali l'assenza di tassazione (sul punto cfr. tuttavia M.H. MILLER, *Debt and taxes*, in 32 *J. fin.*, 1977, 261-275, che riafferma la validità della teoria anche in un sistema che tenga anche in considerazione il sistema di tassazione degli utili d'impresa) la perfetta simmetria informativa e l'assenza di costi di transazione e di default (cfr. al riguardo N.D. BAXTER, *Leverage, risk of ruin and the cost of capital*, in 22 *J. fin.*, 1967, 395-403, che evidenzia come il rischio di insolvenza dell'impresa finanziata cresce in misura direttamente proporzionale al suo indebitamento, in tal modo determinando un aumento del tasso di interesse praticato all'impresa, al fine di compensare l'aumento del rischio). La rilevanza delle conclusioni sopra esposte non è dunque (essenzialmente) positiva, ma assume fondamentale rilievo in senso negativo: ogni qualvolta risulta evidente che, in una data ipotesi, il rapporto tra indebitamento e mezzi propri non è affatto indifferente, ma incide nella determinazione del valore dell'impresa, occorre verificare quale, tra gli assunti del teorema, abbia inciso – e in che misura – sul risultato concretamente osservato. Invero, come efficacemente osservato da Miller trent'anni dopo la pubblicazione del Teorema, “*showing what doesn't matter can also show, by implications, what does*” (M. MILLER, *The Modigliani – Miller proposition after thirty years*, in *The Journal of Economic Perspectives*, 2 (4), 1988, 101).

¹⁹ L'affermazione, che ha segnato una netta cesura nella teoria della finanza (cfr. le osservazioni metodologiche di M. PAGANO, *Modigliani e la teoria della finanza*, in www.lavoce.info, 25 ottobre 2003), si concilia perfettamente anche con l'effetto leva dell'indebitamento ricordato nel paragrafo che precede, giacché secondo la *proposizione II* col crescere della leva finanziaria aumenta anche il *rischio* dell'investimento azionario, che diviene perciò più costoso e compensa gli eventuali risparmi legati al minor costo del debito.

²⁰ E, per una rilettura in chiave giuridica, si vedano le lucide osservazioni di L. STANGHELLINI, *Le crisi di impresa fra diritto ed economia. Le procedure di insolvenza*, Bologna, Il Mulino, 2007, 20 ss., ove l'A. evidenzia la funzione fisiologica dell'indebitamento d'impresa.

operata dalla migliore giurisprudenza²¹ e dalla dottrina²², la norma in esame ha imposto una procedimentalizzazione della fattispecie²³, speciale rispetto alla comune disciplina della fusione, volta ad operare una *disclosure* delle conseguenze dell'operazione sull'equilibrio economico e finanziario della società derivante dalla fusione.

In tal senso, l'eventuale violazione materiale dell'art. 2501 *bis*, intesa come assenza dei documenti richiesti, comporta un vizio del procedimento²⁴ sanzionabile attraverso l'impugnazione della delibera, seppur nei limiti fissati dall'art. 2504 *quater*. E' peraltro evidente, e generalmente condiviso²⁵, che la mera predisposizione dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis*, pur ove giudicati affidabili dall'esperto e dalla società di revisione, non vale certo a sancire la validità dell'operazione di MLBO qualunque sia il contenuto dei documenti stessi.

Invero, come affermato dall'unico precedente giurisprudenziale edito in materia di fusione con indebitamento successivamente alla riforma, la legittimità dell'operazione consegue alla "verifica del rispetto degli interessi meritevoli di protezione che da tale operazione possono subire ingiusto pregiudizio"²⁶. Occorre dunque accertare in quali ipotesi la leva finanziaria utilizzata per finanziare l'operazione di MLBO sia tale da ledere gli *interessi meritevoli di protezione*, sì da comportare un vizio della delibera, ovvero il diritto dei creditori o degli obbligazionisti di opporsi alla fusione ex art. 2503 e 2503 *bis*²⁷ e, a tal fine, pare opportuno prendere le mosse dall'esame dei documenti richiesti dall'art. 2501 *bis*.

3. Il piano economico e finanziario redatto dagli amministratori.

L'art. 2501 *bis* si limita a disporre che il progetto di fusione deve dar conto delle "risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione" e la relazione degli amministratori deve indicare "le ragioni che giustificano l'operazione e contenere un piano economico e finanziario con indicazione

²¹ Trib. Milano, 14 maggio 1992, in *Giur. comm.*, II, 1992, 993 con nota di I. CHIEFFI; Trib. Milano, 30 giugno 1992, in *Foro it.*, II, 1993, 168, Trib. Milano, 27 ottobre 1997 (decr.), in *Giur. it.*, 1998, 1440 con nota di N. ABRIANI; Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, 2105 con nota di P. MONTALENTI e in *Società*, 2000, p. 83, con nota di M.S. SPOLIDORO; Trib. Milano, 25 gennaio 2001, in *Giur. it.*, 2001, 761 ss. Al riguardo, per maggiori approfondimenti sulla giurisprudenza precedente alla riforma, cfr. N.A. BRUNO, *Il leveraged buyout nella casistica giurisprudenziale*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2002, I, 807 ss.

²² Cfr. per ogni riferimento gli Autori citati *supra* alle note 11 e 12.

²³ Cfr. P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy-out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, I, p. 70 ss.

²⁴ Cfr. D. GALLETI, *Leveraged buy out ed interessi tutelati*, cit., 445.

²⁵ P. MONTALENTI, *Il leveraged buy-out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, cit., 817, D. GALLETI, *op. loc. cit.*

²⁶ Così Trib. Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, con massima pubblicata in *Giustizia a Milano*, 2008, 11, 74, ma nel prosieguo citata dal testo integrale della sentenza.

²⁷ Per una rassegna delle possibili patologie delle operazioni di MLBO cfr. A. VICARI, *L'assistenza finanziaria per l'acquisto del controllo delle società di capitali*, Milano, 2006, 129 ss.

della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere”. Nessun riferimento ai metodi da utilizzare nella redazione del piano economico e finanziario, né ai dati da prendere in considerazione, né infine, alle conclusioni cui la relazione ed il progetto di fusione devono giungere. Suppliscono tuttavia – quantomeno in relazione ai primi due elementi – le indicazioni che possono essere desunte dalla scienza aziendalistica, cui il legislatore rinvia implicitamente²⁸.

E così, in primo luogo, posto che il piano economico e finanziario deve consentire agli amministratori di *giustificare l'operazione* e deve indicare le *risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società derivante dalla fusione*, l'orizzonte temporale da prendere in considerazione è evidentemente quello necessario per il completamento dell'*operazione*, ossia per l'estinzione del debito contratto dall'acquirente in vista dell'acquisizione della *target*. La relazione degli amministratori ed il progetto di fusione devono quindi dar conto degli accordi intercorsi tra acquirente e finanziatori terzi circa l'ammontare del debito contratto per l'acquisizione ed esporre le modalità e tempistiche previste per la sua estinzione, che in difetto rimarrebbero sconosciute a soci, esperto e terzi.

Quanto al contenuto del piano economico e finanziario, le *obbligazioni della società derivante dalla fusione* da prendere in considerazione comprendono: (i) l'indebitamento preesistente della società acquirente, comprensivo del debito contratto per l'acquisizione della *target*; (ii) l'indebitamento preesistente della *target*; (iii) le obbligazioni che saranno contratte dalla società derivante dalla fusione nell'esercizio della propria attività d'impresa nell'arco temporale considerato dal piano²⁹.

Le risorse finanziarie con cui far fronte a queste obbligazioni possono derivare in primo luogo da risorse esistenti nel patrimonio della società *target*, ossia dalla c.d. *posizione finanziaria netta*³⁰, intesa come differenza tra debiti finanziari, da un lato, e attività liquide e crediti finanziari dall'altro lato. In particolare, una posizione finanziaria netta della *target* assai liquida, derivante ad esempio dalle risorse incassate mediante un aumento di capitale a servizio di un'offerta pubblica prodromica

²⁸ Si veda, con riferimento alla simile problematica posta dall'art. 2343 cod. civ. in relazione alle modalità di valutazione dei beni oggetto di conferimento (in particolare dei complessi aziendali), M. MIOLA, *I conferimenti in natura*, nel *Trattato Colombo-Portale*, 1***, Torino, Utet, 2004, 352; G. OLIVIERI, *I conferimenti in natura nella società per azioni* Padova, Cedam, 1989, 178; G.B. PORTALE, *Capitale sociale e conferimenti nella società per azioni*, in *Riv. soc.*, 1970, 60, i quali concludono nel senso che il legislatore, non potendo (né volendo) prendere posizione tra le varie metodologie valutative utilizzabili, rinvia completamente alla scienza aziendalistica. Nel caso dei conferimenti in natura, così come in materia di fusione, pertanto, la valutazione sarà corretta allorquando viene compiuta sulla base di metodologie riconosciute dalla scienza aziendalistica.

²⁹ F. SUPERTI FURGA, *Il merger leveraged buy-out nella prospettiva di riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, 1025.

³⁰ F. SUPERTI FURGA, *op. cit.*, 1029, evidenzia peraltro come sia sostanzialmente improbabile che la posizione finanziaria netta, seppur integrata con le disponibilità conseguenti ad eventuali smobilizzi, sia sufficiente a consentire il pagamento dei debiti contratti per l'acquisizione della *target*.

all'ammissione alla quotazione in borsa³¹, rappresenta una evidente attrattiva per l'acquirente, che sarebbe indotto a dirottare queste risorse verso l'estinzione del debito contratto per l'acquisizione. Un'ulteriore fonte sovente presa in considerazione nelle operazioni di MLBO è data dall'eventuale smobilizzo di alcuni *asset* della *target* non essenziali per la gestione caratterizzante dell'impresa, quali ad esempio immobili o addirittura interi rami d'azienda³². Infine, ovviamente, occorre valutare i risultati futuri dell'impresa nell'arco temporale considerato.

Orbene, mentre la posizione finanziaria netta discende dalla contabilità delle società partecipanti alla fusione, le operazioni straordinarie di cessione di *asset*, rappresentando attività future che gli amministratori si propongono di realizzare, devono essere illustrate e giustificate nella relazione di cui all'art. 2501 *bis*, comma 3^o³³. I risultati futuri dell'attività d'impresa, infine, devono essere rappresentati nel piano economico e finanziario allegato alla relazione degli amministratori. A tal fine la dottrina aziendalistica riconosce l'esistenza di più metodi per stimare i futuri flussi di risultato delle aziende³⁴, tra i quali merita ricordare (a) la proiezione dei risultati storici; (b) il metodo dei risultati programmati; (c) il metodo della crescita attesa; (d) il metodo delle opzioni innovative. Tra questi, solo il primo fonda le proiezioni future sulla storia aziendale, mentre i restanti presuppongono un'evoluzione dei flussi di risultato futuri, differenziandosi quanto alle modalità di tale stima: il metodo *sub* (b) fonda le previsioni sulla base di eventuali *budget* elaborati dall'imprenditore; il metodo *sub* (c) prende spunto dalle prospettive di crescita desumibili dal *trend* del mercato prescindendo da nuove strategie, acquisizioni o cessioni e in generale da qualsivoglia possibile operazione di finanza straordinaria; infine l'ultimo, *sub* (d), prova a tener conto delle conseguenze sui flussi di risultato delle eventuali operazioni straordinarie future, ove siano individuabili e concretamente realizzabili.

Se la fusione riguarda due società operanti (e quindi se l'incorporante non è una c.d. *newco* o *shell company*), è evidente che i risultati futuri non potranno semplicemente derivare dalla sommatoria delle serie storiche dei risultati delle società partecipanti, giacché tra le ragioni che giustificano l'operazione vi è normalmente la volontà di integrare e razionalizzare le rispettive aziende. In queste ipotesi dovrà essere

³¹ Cfr. per un esame della fattispecie G. MUCCIARELLI-M.S. SPOLIDORO, *Diffusione delle azioni fra il pubblico, ammissione alla quotazione e determinazione del sopraprezzo*, in *Riv. soc.*, 1986, 31 ss.

³² Cfr. G. RACUGNO, *Lo "scorporo" d'azienda*, Milano, Giuffrè, 1995, *passim*, che evidenzia il collegamento "socialmente tipico" tra le operazioni di "scorporo dismissorio" ed il MLBO.

³³ A. MALAGUZZI, *La disciplina del leveraged buy-out dopo la riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, 1049.

³⁴ L. GUATRI, *Trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 1998, 149 ss. e, ora, cfr. principalmente L. GUATRI-M. BINI, *Nuovo trattato sulla valutazione delle aziende*, Milano, Egea, 2005, 488 ss. Le metodologie individuate, peraltro, non sono necessariamente alternative tra loro e trovano sovente applicazione congiunta, sì che la differenziazione assume rilievo principalmente sotto il profilo scientifico.

redatto un apposito piano industriale³⁵ idoneo a raffigurare la futura operatività della società derivante dalla fusione³⁶, anche tenendo conto delle c.d. *opzioni innovative* che non trovano riscontro nei risultati e nell'operatività pregressa³⁷. L'affidabilità del piano industriale così redatto – che in queste ipotesi va ad affiancarsi necessariamente al piano economico e finanziario previsto dal legislatore – si fonda sulla validità delle ipotesi poste a suo fondamento (*assumptions*) e sul corretto sviluppo di questi dati. Le *assumptions* devono essere scelte sulla base della *coerenza* con le capacità ed i mezzi di cui la società dispone, *compatibilità esterna* con l'evoluzione dello scenario dei mercati in cui la società opera, e *compatibilità interna* intesa come non contraddittorietà tra le varie ipotesi formulate nel piano³⁸.

Il piano economico e finanziario si conclude con un raffronto tra i risultati economici ed i flussi di cassa futuri della società, in entrata ed in uscita, previsti dagli amministratori fino all'estinzione del debito contratto dall'acquirente per l'acquisizione della *target*. Rapporto che deve necessariamente dimostrare la *sostenibilità*

³⁵ Il piano industriale, che a seguito della riforma ha trovato anche menzione legislativa nell'art. 2381, comma 3°, è il documento nel quale, a partire dalle strategie di fatto adottate dall'impresa e dall'eventuale fabbisogno o opportunità di rinnovamento esistente, si procede ad illustrare con idoneo grado di dettaglio le intenzioni strategiche del management relative alle future strategie competitive. Questo fornisce informazioni essenziali per l'elaborazione del piano finanziario e ne è a sua volta influenzato, sì che, in definitiva, i due documenti (entrambi menzionati, unitamente al piano strategico – che costituisce il documento di sintesi – dall'art. 2381) vanno necessariamente letti e valutati congiuntamente. Sul contenuto del piano industriale e le sue funzioni si veda P. MAZZOLA, *Il piano industriale*, Milano, Egea, 2003, 13 e 35 ss. Per chiarezza, pare inoltre opportuno precisare la differenza tra piano industriale e *business plan*. Quest'ultimo, infatti, può essere definito come il documento redatto in occasione dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale al fine di ricercare i finanziamenti necessari a sostenere lo *start up* dell'impresa e, pertanto, si sofferma principalmente sulle previsioni economico-finanziarie volte ad individuare il fatturato di pareggio e la stima del tempo necessario a raggiungerlo. Per un approfondimento cfr. C. BARROW-P. BARROW, *The business plan workbook*, London, Logan Page, 1998, *passim* e, sulle modalità di redazione, cfr. altresì la *Guida al piano industriale*, pubblicata da Borsa Italiana nel 2003 e disponibile nel sito www.borsaitaliana.it.

³⁶ Più in particolare, occorrerà verificare (a) le sinergie di mercato legate alla riduzione della concorrenza ove l'azienda acquisita operi nello stesso settore dell'acquirente; (b) le sinergie di efficienza operativa, che ricomprendono sia quelle di scala che quelle di razionalizzazione della struttura industriale, di marketing, amministrazione etc.; (c) le sinergie finanziarie e tributarie. Sul punto cfr. L. GUATRI-M. BINI, *op. cit.*, 67.

³⁷ L'utilizzo di questa metodologia valutativa può tuttavia risultare assai pericoloso ove le *assumption* non siano correttamente individuate, come nel caso delle aziende “senza utili e senza storia” riportato da L. GUATRI-M. BINI, *op. cit.*, 498 ss., avente ad oggetto numerose IPO realizzate nel periodo di massima espansione della bolla delle *internet companies*, ove i flussi attesi venivano proiettati in un futuro assai lontano e venivano ipotizzati dei tassi di crescita assai elevati fondati esclusivamente su *business plan* indimostrati e, soprattutto, indimostrabili perché fondati – in ultima istanza – su una scommessa circa il successo dell'iniziativa imprenditoriale innovativa. In quest'ottica può richiamarsi anche lo IAS 36 che nell'individuare i flussi di cassa futuri da considerare ai fini dell'*impairment test* impone di prescindere da quelli dovuti a (i) future operazioni di ristrutturazione rispetto alle quali l'impresa non è ancora impegnata; (ii) iniziative tese a migliorare ed implementare le *performance* economiche del cespite (cfr. A. GIORNETTI, *I principi IAS/IFRS in Italia*, Milano, Giuffrè, 2005, p. 187). Trova così conferma, *a contrariis*, l'utilizzabilità dei piani di ristrutturazione in relazione ai quali l'impresa abbia assunto un formale impegno.

³⁸ L. GUATRI-M. BINI, *op. cit.*, 93 ss.

dell'indebitamento, e dunque la capacità della società risultante dalla fusione di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni, secondo una modalità che richiama l'*Equity insolvency test* previsto dalla *section 6.40 (c) (1)* del *Revised Model Business Corporation Act*³⁹. La sostenibilità dell'indebitamento rappresenta infatti un *prius* logico rispetto all'ulteriore dovere degli amministratori di giustificare l'operazione⁴⁰, non potendosi infatti ipotizzare alcuna *giustificazione* per una delibera che, scientemente, conduca la società all'insolvenza⁴¹.

Il piano economico e finanziario rappresenta quindi il fulcro su cui poggia l'intera operazione di MLBO, giacché il progetto di fusione, nell'indicare le "risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione", non può che rinviare a quel documento per il dettaglio e la dimostrazione delle relative informazioni e così pure l'esposizione delle ragioni che *giustificano l'operazione* non può prescindere dalle risultanze del piano e dagli effetti finanziari della fusione. La norma in esame rappresenta dunque il primo esempio, poi seguito, a distanza di qualche anno, dalla legge fallimentare riformata, *sub* artt. 67, comma 3°, lett. d), 161 e 182 *bis*, che rinviano tutti all'art. 2501 *bis*, in cui il legislatore attribuisce rilevanza giuridica alle stime dei risultati economici futuri, in precedenza considerati del tutto inattendibili⁴².

4. Il giudizio di *ragionevolezza* dell'esperto.

³⁹ Al riguardo si rinvia a G.B. PORTALE, *Capitale sociale e società per azioni sottocapitalizzata*, nel *Trattato Colombo-Portale*, 1, **, Torino, 2004, 31 ss.; M. MIOLA, *Il sistema del capitale sociale e le prospettive di riforma nel diritto europeo delle società di capitali*, in *Riv. soc.*, 2005, 1286 ss.; M. S. SPOLIDORO, voce *Capitale sociale*, in *Enc. del dir.*, Aggiornamento, Milano, 2000, 234 ss. e, da ultimo G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, 2009, 124 ss., che evidenzia come l'*Equity insolvency test* è richiesto solo al verificarsi di circostanze che lasciano presagire il manifestarsi di difficoltà finanziarie, come appunto accade nelle operazioni di MLBO.

⁴⁰ Sul legame tra piano economico e finanziario e obbligo per gli amministratori di giustificare l'operazione cfr. L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 497.

⁴¹ Per l'illegittimità di una delibera, anche assunta all'unanimità, che *danneggia sicuramente la società*, cfr. F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders. In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, Milano, Giuffrè, 2010, 27 ss.

⁴² Sul punto sia consentito rinviare a C. CINCOTTI, *La valutazione delle aziende "innovative" nelle operazioni di conferimento, alla luce del novellato art. 2343 c.c.*, in *Riv. soc.*, 2005, 112 ss., ove una critica della tesi tradizionale che considera inutilizzabili nella redazione della perizia di stima ex art. 2343 cod. civ., i metodi basati sui flussi di risultato futuri, in quanto asseritamente non idonei a garantire la "certezza" della valutazione.

L'art. 2501 *bis* dispone, al 4° comma, che gli esperti di cui all'art. 2501 *sexies* devono attestare la *ragionevolezza* delle indicazioni contenute nel progetto di fusione⁴³. Si tratta evidentemente di un compito ulteriore rispetto a quelli previsti dalla norma dettata in materia di fusioni ordinarie, relativo all'attestazione della *congruità* del rapporto di cambio e dell'*adeguatezza* dei metodi seguiti dagli amministratori per la determinazione del rapporto di cambio medesimo⁴⁴. Il legislatore non individua l'oggetto del giudizio di ragionevolezza, ma è agevole desumere come questo debba riguardare necessariamente quei dati contenuti nel progetto di fusione redatto per un'operazione di MLBO ai sensi dell'art. 2501 *bis*, comma 1°, non previsti dall'art. 2501 per le fusioni comuni. Gli esperti devono dunque attestare la ragionevolezza delle indicazioni fornite dagli amministratori in merito alle "risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni risultanti dalla fusione" ed esprimere un giudizio sul piano economico e finanziario a tal fine redatto dagli amministratori come parte integrante della propria relazione ex art. 2501 *bis*, comma 3°.

Il contenuto e le modalità di redazione della relazione degli esperti sono oggetto del principio di revisione ISAE (*International Standard on Assurance Engagements*)⁴⁵ n. 3400⁴⁶ – che ha sostituito il precedente ISA 810 – dettato dalla commissione del IFAC (International Federation of Accountants) denominata IAASB (International Auditing and Assurance Standard Board)⁴⁷. Il principio di revisione ha ad oggetto "*The*

⁴³ Il successivo 5° comma dispone che *al progetto deve essere allegata una relazione della società di revisione*, ma questa non parrebbe avere ad oggetto il piano economico-finanziario, quasi si trattasse di una duplicazione dell'attestazione degli esperti di cui al comma 4°, bensì la correttezza dei dati contabili storici posti a fondamento del piano e delle metodologie utilizzate nella redazione del piano medesimo dagli amministratori; in questo senso, sostanzialmente, P. MONTALENTI, *Art. 2501 bis*, cit., 2322; L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 510. Sugli obblighi di verifica degli esperti circa i dati contabili utilizzati nella relazione si rinvia alle considerazioni svolte *infra*.

⁴⁴ Si veda al riguardo, ampiamente, L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Milano, Sole 24 Ore, 2002, *passim*.

⁴⁵ L'applicazione dei principi di revisione internazionali è oggi imposta dalla direttiva 2006/43/CE del 17 maggio 2006 relativa alle revisioni legali dei conti annuali e dei conti consolidati, così recepita dal d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 39 che, all'art. 11, dispone "*la revisione legale è svolta in conformità ai principi di revisione adottati dalla Commissione europea ai sensi dell'articolo 26, paragrafi 1 e 2, della direttiva 2006/43/CE*". L'art. 2409-ter, secondo comma, lett. b), cod. civ. impone inoltre al revisore di *indicare principi di revisione osservati* e, nello stesso senso, cfr. l'art. 156, comma 4-bis, lett. b), TUF. Peraltro la Consob aveva disciplinato la materia fin dal 1999, con la comunicazione n. DAC/99088450 dell'1.12.1999 con riferimento alla relazione di revisione redatta dalle società di revisione operanti su società quotate ex art. 156 TUF, richiedendo l'indicazione dei "*principi e criteri per la revisione seguiti*". Del pari la Commissione paritetica Commercialisti e Ragionieri, nelle "*Norme di comportamento degli organi di controllo contabile*", aveva raccomandato, anche per le società di revisione sottratte all'applicazione del TUF, la redazione di una relazione di revisione secondo criteri analoghi a quelli previsti dalla Consob.

⁴⁶ Per un approfondito esame del principio di revisione, con particolare riferimento alle attestazioni previste dalla legge fallimentare, cfr. P. RIVA, *L'attestazione dei piani delle aziende in crisi*, Milano, Giuffrè, 2009, *passim*.

⁴⁷ Ogni informazione sull'attività della commissione IAASB e sugli ulteriori principi emanati può essere rinvenuta nel sito www.ifac.org/iaasb.

examination of prospective financial information” e individua le modalità di verifica delle informazioni prospettive finanziarie.

Il principio ISAE 3400 distingue le informazioni prospettive tra *forecast* (previsioni), di cui al § 4, e *projection* (proiezioni) descritte al § 5. Le prime sono fondate su *best estimate assumption*, ossia sulla ragionevole aspettativa, fondata su elementi oggettivi, che si verifichino determinati eventi futuri. Ad esempio, con riferimento alle fonti esaminate *supra* (§ 3), può ritenersi che la sussistenza di un contratto preliminare che vincola un terzo all’acquisto⁴⁸ di un *asset* della società possa fondare una *best estimate assumption* relativa al conseguimento del relativo prezzo. Quanto ai flussi di cassa futuri prospettati dagli amministratori, gli esperti sono chiamati a verificare se il piano economico e finanziario sia coerente con la serie dei risultati storici dell’impresa anche alla luce del ciclo operativo dell’impresa⁴⁹. Le proiezioni sono invece informazioni prospettive fondate su ipotesi in relazione alle quali non vi è certezza (*hypotetical assumption*), non supportate dai dati storici, che presuppongono di norma l’adozione delle *opzioni innovative* in precedenza descritte (c.d. *what-if scenario*). Si pensi alla stima del presumibile valore di cessione di un *asset* in assenza di un mercato liquido e di possibili compratori, ovvero ai flussi di cassa futuri che il piano industriale imputa alla commercializzazione di un nuovo prodotto che si trova ancora in fase di sviluppo. In queste ipotesi la verifica può avere ad oggetto unicamente la coerenza interna ed esterna, intesa come non contraddittorietà con altre ipotesi contenute nel piano⁵⁰ ed omogeneità con l’andamento del mercato di riferimento.

Gli esperti devono verificare se gli amministratori abbiano tenuto conto di tutte le *assumption* rilevanti, se queste siano state sviluppate correttamente e, soprattutto, se i dati storici posti a fondamento delle *forecast* siano corretti. A questo riguardo essi svolgono il ruolo di “revisori dei revisori”, duplicando necessariamente i compiti svolti

⁴⁸ Il preliminare, ma così pure l’offerta d’acquisto irrevocabile, l’opzione di vendita e ogni altro titolo che attribuisca alla società il potere di vendere il bene un determinato *asset* ad un terzo (solvibile) non può tuttavia essere sottoposto a condizione, giacché in tal caso l’esperto non potrebbe fondare una *best estimate assumption* circa il futuro incasso del prezzo (salva ovviamente l’ipotesi, assai frequente nelle operazioni di MLBO, del preliminare di vendita di un *asset* della *target* sospensivamente condizionato al perfezionamento della programmata operazione di fusione).

⁴⁹ Al riguardo è pacifica nella dottrina aziendalistica la necessità di acquisire preliminarmente conoscenza delle caratteristiche strutturali e funzionali dell’impresa, affermata anche dal § 13 dell’ISAE 3400; al riguardo cfr. A. PORTALUPI, L. CADEDDU, *Il processo di revisione contabile*, Milano, 2009; KPMG, *Corporate governante. Guida pratica al controllo interno*, Milano, 2001; L. MARCHI, *Revisione aziendale e sistemi di controllo interno*, Milano, 2008.

⁵⁰ Ad esempio, ove il piano si riferisca ai flussi di cassa generati dalla futura commercializzazione di un prodotto ancora in fase di sviluppo, la coerenza interna richiede che il piano evidenzi, debitamente motivandoli, anche i costi connessi al completamento dello sviluppo, produzione e commercializzazione del prodotto.

anche dalla società di revisione di cui all'art. 2501 *bis*, comma 5^o⁵¹, essendo chiamati a verificare se i precedenti bilanci delle società partecipanti alla fusione siano stati oggetto di revisione e se siano stati redatti nel rispetto dei principi contabili applicabili.

Previsioni e proiezioni sono peraltro accomunate dall'essere entrambe stime prospettiche, in relazione alle quali l'esperto non può svolgere verifiche oggettive, né affermare con certezza che i risultati futuri rappresentati dagli amministratori saranno effettivamente raggiunti. In questo senso, l'attestazione degli esperti rispetto alle *prospective financial information* è ontologicamente differente sia rispetto al giudizio espresso dal revisore in relazione ad un bilancio, sia rispetto all'attestazione che i medesimi esperti rilasciano circa la congruità del rapporto di cambio, giacché gli esperti non attestano (né possono attestare) la *verità del piano economico e finanziario*, ma unicamente la sua *ragionevolezza* intesa come corretta selezione delle *assumption*, loro attendibilità (e dunque attendibilità dei dati contabili delle società partecipanti) e coerenza delle conclusioni prospettiche cui giungono gli amministratori.

L'applicazione del principio ISAE 3400 nell'ambito del procedimento disciplinato dall'art. 2501 *bis*, conduce a due risultati di rilievo ai fini che qui interessano. Il primo è che il piano economico-finanziario redatto dagli amministratori ha due differenti dimensioni: (i) nel breve periodo, deve dimostrare la continuità aziendale⁵² sulla base di *forecast* basate essenzialmente su *best estimate assumption*; (ii) nel medio-lungo termine, deve dimostrare la sostenibilità dell'indebitamento principalmente mediante *projection* fondate su dati ipotetici. Invero, la possibilità di formulare previsioni analitiche si esaurisce entro un orizzonte temporale massimo di circa tre-cinque anni⁵³, ma l'estinzione del debito contratto per l'acquisizione può prevedere (e di norma prevede) orizzonti temporali ben maggiori. Il secondo è che nonostante l'utilizzo da parte degli amministratori di *projection* per determinare i flussi di cassa a medio-lungo termine - come detto imprescindibile ove si voglia valutare la sostenibilità dell'indebitamento della società derivante dalla fusione - gli esperti possono concludere

⁵¹ Non pare infatti ipotizzabile che l'esperto prima di effettuare le proprie verifiche debba attendere il deposito della relazione dei revisori e su tali basi svolgere le proprie valutazioni; per contro appare più coerente con la prassi comunemente adottata che revisori ed esperto lavorino parallelamente, mediante uno scambio costante di informazioni che non solo deve essere considerato legittimo, ma anzi deve ritenersi necessario per il corretto svolgimento dell'incarico. Peraltro, riterrei che gli esperti non debbano procedere ad un riesame della contabilità delle società partecipanti, potendosi limitare a recepire i dati di bilancio verificati dai revisori, salvo che non riscontrino incongruenze o inesattezze tali da indurre un più approfondito esame.

⁵² Come è noto, l'orizzonte temporale di riferimento per la valutazione della continuità aziendale, ai sensi dello IAS 1, § 24, è *relativo almeno (ma non limitato) a dodici mesi*.

⁵³ Invero, le *best estimate assumption* vengono considerate attendibili entro un'orizzonte di circa tre anni, ma le *forecast* possono ipotizzare che la loro efficacia prosegua senza sensibili variazioni per due ulteriori anni. Oltre l'orizzonte temporale di cinque anni, qualsiasi dato storico perde attendibilità ed ogni stima dei flussi di cassa futuri deve necessariamente fondarsi su *hypothetical assumption*. Circa i limiti temporali delle previsioni "analitiche" dei flussi di cassa futuri cfr. ampiamente G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori. L'effetto degli IAS/IFRS*, Torino, Giappichelli, 2009, 174 ss., ove ampi riferimenti sia comparatistici che rivolti alla dottrina aziendalistica.

la propria attestazione con un giudizio positivo, purché le *assumption* siano state correttamente selezionate e le conclusioni siano coerenti.

In tal modo, il legislatore ha implicitamente - ma inequivocabilmente - ritenuto *legittimamente utilizzabili* le stime dei flussi di cassa basate su *projection* di medio-lungo termine al fine di valutare la *sostenibilità* dell'indebitamento ai sensi dell'art. 2501 *bis*, ritenendo i rischi e le incertezze connessi a queste metodologie come non rilevanti ai fini della legittimità della delibera di fusione⁵⁴. In difetto, l'impossibilità di fornire un'attestazione positiva oltre un orizzonte temporale di cinque anni comporterebbe la necessaria illegittimità di tutte le operazioni di MLBO che prevedono una dilazione ultraquinquennale per il rimborso del debito contratto per l'acquisizione (ossia la quasi totalità)⁵⁵, conclusione questa che condurrebbe ad un risultato pratico evidentemente irragionevole e contrario allo *ratio* della riforma del 2003.

5. I rapporti tra leva finanziaria, legittimità e liceità dell'operazione di MLBO.

Le considerazioni svolte ai paragrafi 3 e 4 che precedono consentono di meglio inquadrare i problemi sollevati in apertura. E così, è stato rilevato che l'art. 2501 *bis*, al comma 3°, richiede agli amministratori di predisporre unicamente un *piano economico e finanziario* e non già necessariamente anche un *piano industriale* appositamente redatto supporto dell'operazione di fusione. Quest'ultimo è richiesto solo ove le risorse finanziarie necessarie per far fronte all'indebitamento contratto per la fusione provengano dai maggiori redditi conseguenti alla programmata integrazione tra i complessi aziendali delle società partecipanti, ovvero ad una modifica delle strategie industriali precedentemente adottate dalla *target*. Peraltro, la società derivante dalla fusione potrebbe ben reperire le risorse necessarie per soddisfare tutti i creditori sociali dalle riserve di liquidità della *target*, ovvero ancora dagli ordinari flussi di cassa di quest'ultima, sì che in questi casi potrebbero essere utilizzati i piani industriali

⁵⁴ In questo senso il *Documento Banca d'Italia/Consob/Isvap n. 2 del 6 febbraio 2009*, cit., al paragrafo D. "Le incertezze sull'utilizzo di stime", evidenzia come, sovente, le stime effettuate per determinare la situazione finanziaria prospettica richiedono valutazioni "difficili, soggettive o complesse" e che "con l'incremento del numero delle variabili e delle ipotesi considerate, tali valutazioni diventano ancora più soggettive e complesse", ma ciò nonostante non viene in alcun modo messa in dubbio la *utilizzabilità e rilevanza* di tali stime che, anzi, viene data per presupposta e imprescindibile. Il Documento si limita infatti ad evidenziare la necessità di informare i lettori circa i limiti di tali stime, richiamando il § 116 dello IAS 1 che richiede di fornire un'informativa adeguata sui "presupposti fondamentali riguardanti il futuro e sulle altre cause di incertezza delle stime".

⁵⁵ Sul punto cfr. A. ACCORNERO, *Come si strutturano i leveraged buy out*, in *RDS*, 2010, 268 ss., che evidenzia come in tutte le operazioni di MLBO, successivamente al perfezionamento della fusione, il prestito *bridge* contratto dalla *newco* per l'acquisizione viene estinto dalla società derivante dalla fusione (unitamente al precedente indebitamento col sistema bancario della *target*) utilizzando un nuovo finanziamento *senior*, a lunga scadenza.

precedentemente redatti dalle società partecipanti⁵⁶. L'ipotesi, certo improbabile nella prassi, consente tuttavia di chiarire che la predisposizione e la allegazione alla relazione degli amministratori di un nuovo piano industriale non è richiesta ai fini della legittimità dell'operazione. Ne discende che le *ragioni che giustificano l'operazione*, esposte dagli amministratori nella propria relazione ai sensi dell'art. 2501 *bis*, comma 3°, possono anche non affrontare l'aspetto industriale dell'integrazione tra le società partecipanti e riguardare unicamente aspetti fiscali o finanziari, purché questi siano correttamente motivati.

Quanto agli esperti, questi non devono pronunciarsi sul merito dell'operazione - ossia sull'opportunità delle ragioni poste a giustificazione dell'operazione - né sulla *convenienza* della fusione per le società partecipanti o per i rispettivi soci, ma si limitano a svolgere il ruolo, meramente tecnico, di verifica della "ragionevolezza" delle previsioni degli amministratori, con particolare riferimento alla sostenibilità del debito della società risultante dalla fusione, attestando l'attendibilità dei dati utilizzati e la coerenza delle conclusioni raggiunte.

La condizione formale per il rispetto dell'art. 2501 *bis* è pertanto rappresentata dalla attestazione della continuità aziendale nel breve periodo e dalla ragionevole sostenibilità dell'indebitamento nel medio-lungo termine, dimostrate dal piano economico e finanziario predisposto dagli amministratori e ritenute ragionevoli dagli esperti. Per contro, il legislatore non presta alcuna attenzione agli effetti patrimoniali dell'operazione⁵⁷, che resta legittima anche ove la società derivante dalla fusione patisca una perdita patrimoniale (rispetto alla *target*) superiore agli utili distribuibili ed alle riserve disponibili, a condizione che (i) la società mantenga un patrimonio netto attivo⁵⁸ e (ii) la perdita patrimoniale non incida sull'equilibrio finanziario prospettico.

Conseguentemente, sotto il profilo patologico, là dove la relazione degli amministratori non dimostri la sostenibilità dell'indebitamento, ovvero il giudizio degli esperti non confermi le conclusioni degli amministratori, ovvero ancora l'eventuale

⁵⁶ Si pensi ad esempio all'ipotesi, meglio esaminata *infra*, in cui l'acquirente sia una *shell company* e, a seguito della fusione, la società derivante dalla fusione, dopo aver soddisfatto il debito contratto per l'acquisizione mediante le risorse finanziarie rinvenute nelle casse della *target*, prosegua nell'attività imprenditoriale senza alcuna modifica di rilievo rispetto al piano industriale utilizzato dagli amministratori per determinare il valore *stand alone* della *target* ai fini del rapporto di cambio.

⁵⁷ Invero, il problema della *sostenibilità* dell'indebitamento - così come il connesso problema del *valore* dell'impresa su cui cfr. *infra* - prescinde dagli effetti patrimoniali dell'operazione: al riguardo cfr. D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, nel *Trattato Colombo – Portale*, 3 **, Torino, Utet, 1993, 153, che ben rileva come "il danno sarà solo al valore delle azioni senza danno al patrimonio sociale, qualora non vi siano delle perdite attuali, ma l'attivo conferito alla nuova società da una delle parti della fusione si riveli fonte di potenziali perdite future"; e così pure "può verificarsi un danno al patrimonio senza che si verifichi un contestuale decremento del valore delle azioni: ciò dovrebbe avvenire qualora vi sia una diminuzione attuale del netto patrimoniale, ma nonostante la fusione si riveli fonte di potenziali vantaggi futuri a livello di incremento della redditività", cfr. D. PREITE, *I merger leveraged buy outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, cit., 109 e A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione*, cit., 96 ss.

⁵⁸ Così L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, cit., 89 ss.

attestazione positiva sia viziata da falsità o erroneità⁵⁹, la fusione è illegittima⁶⁰ e può essere oggetto di impugnativa ai sensi degli artt. 2377 o 2379⁶¹. La non sostenibilità del debito giustifica inoltre l'opposizione dei creditori ex art. 2503 (ovvero ex art. 2503 *bis* per gli obbligazionisti). Di qui, infine, l'obbligo del notaio di non procedere ad omologa della delibera di fusione ove gli amministratori non attestino la sostenibilità del debito ovvero la relazione degli esperti non concluda in senso positivo al riguardo⁶².

Le conclusioni ora raggiunte non forniscono tuttavia piena soddisfazione ai quesiti posti in apertura, giacché non tengono conto delle ipotesi in cui la società derivante dalla fusione, pur mantenendo la continuità aziendale e la prospettiva di soddisfare tutti i suoi creditori futuri, risulti avere un valore inferiore a quello della *target* precedentemente alla fusione, per effetto degli oneri finanziari connessi all'indebitamento contratto per l'acquisizione. Si pensi all'ipotesi, affatto di scuola nelle operazioni di MLBO, in cui l'acquirente sia una *shell company*, priva della capacità di generare flussi di cassa autonomi, e il piano economico e finanziario della società derivante dalla fusione, redatto ai sensi dell'art. 2501 *bis*, preveda di far fronte all'indebitamento contratto per l'acquisizione mediante le risorse finanziarie che il piano industriale della *target*, in un'ottica *stand alone*, avrebbe destinato ad investimenti produttivi. In questa ipotesi, per effetto dei minori investimenti, i flussi di cassa futuri

⁵⁹ Vizi che potrebbero essere censurati in sede giudiziaria solo negli stretti ristretti limiti della *business judgment rule*: sui criteri da utilizzare nei giudizi circa le previsioni sui flussi di cassa futuri e, in particolare, per le modalità di applicazione della *business judgment rule* alla valutazione della ragionevolezza delle valutazioni degli amministratori si rinvia ancora all'approfondita trattazione di G. STRAMPELLI, *Distribuzioni ai soci e tutela dei creditori*, cit., 183 ss.

⁶⁰ Per la valenza sostanziale dell'attestazione positiva degli esperti circa la sostenibilità dell'indebitamento cfr. G. FERRI JR. – G. GUIZZI, *Il progetto di fusione e i documenti preparatori. Decisione di fusione e tutela dei creditori*, in *Il nuovo diritto societario. Liber amicorum Gian Franco Campobasso*, diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, vol. 4, Torino, Utet, 2006, 258; S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 98 ss.; ritiene per contro che la mancata attestazione positiva degli esperti non incida sulla legittimità dell'operazione L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 505. La differente efficacia rispetto alla relazione sulla congruità del rapporto di cambio ex art. 2501 *sexies*, ritenuta non vincolante (cfr. P. MARCHETTI, *Appunti sulla nuova disciplina delle fusioni*, in *Riv. not.*, 1991, I, 35; L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 288; C. SANTAGATA, *op. cit.*, 373; S. CACCHI PESSANI, *La relazione degli esperti*, nel *Commentario Marchetti - Bianchi - Ghezzi - Notari*, cit., 609), è giustificabile in ragione dell'assenza, nella disciplina del rapporto di cambio, di interessi di soggetti terzi (in particolare dei creditori sociali), che viceversa possono essere lesi ove l'operazione di MLBO non risulti *sostenibile*: al riguardo cfr. *infra* il § 7 per un collegamento tra tutela dei creditori e relazione degli esperti.

⁶¹ Vizio di nullità che sarebbe ravvisabile per violazione delle clausole generali di cui all'art. 2323 da parte della situazione economica e finanziaria redatta dagli amministratori (cfr. al riguardo G. B. PORTALE, *I bilanci straordinari delle società per azioni (Appunti)*, in *Riv. soc.*, 1978, 392 che, con riferimento al rapporto di cambio, ravvisa appunto un vizio di nullità ove questo venga determinato sulla base di una situazione patrimoniale viziata) e/o della relazione degli esperti; in quest'ultimo caso la norma violata sarebbe il principio di revisione ISAE 3400 che, come sopra chiarito, ha efficacia di legge nell'ordinamento ai sensi dell'art. 11 del d.lgs. 27 gennaio 2010 n. 39 ed è sicuramente dettato nell'interesse dei terzi.

⁶² Sui rapporti tra controllo notarile e relazione degli esperti e, in particolare, sul potere del notaio di sindacare la relazione dell'esperto cfr. le osservazioni di M. MIOLA, *Il controllo notarile sulla relazione di stima dei conferimento in natura*, in *Riv. soc.*, 2001, 1149 ss., senz'altro applicabili anche alla fattispecie qui esaminata.

(ma altresì i redditi) della società derivante dalla fusione potrebbero ben risultare inferiori a quelli attesi per la società *target*, sì che il valore della società derivante dalla fusione sarebbe inferiore a quello della *target* valutata singolarmente.

Occorre dunque verificare se una delibera di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, pur *legittima* in quanto caratterizzata da una leva finanziaria *sostenibile* – nei termini sopra chiariti – possa risultare *illecita*⁶³ allorquando la leva finanziaria “distrugga il valore” della *target* (*rectius* sia tale da determinare un valore del capitale economico della società derivante dalla fusione inferiore rispetto a quello della *target* precedentemente alla fusione), vagliando l’esistenza di eventuali interessi, dei soci “esterni”⁶⁴ o dei terzi, alla *conservazione del valore dell’impresa*, tutelati dalla normativa societaria.

6. (segue) Leva finanziaria e rapporto di cambio

Nel procedere con l’esame degli interessi potenzialmente lesi dall’utilizzo di una leva finanziaria tale da “distruggere il valore” della *target*, nel senso sopra chiarito, pare opportuno prendere le mosse dall’esame dalla disciplina del rapporto di cambio. Ciò, in primo luogo, in ragione della indubitabile rilevanza pratica del problema, giacché la principale patologia riscontrabile nelle controversie aventi ad oggetto operazioni di fusione con indebitamento è rappresentata dalla valorizzazione eccessiva del patrimonio dell’incorporante nella determinazione del rapporto di cambio a danno dei soci “esterni” della *target*⁶⁵. Nel contempo l’argomento merita di essere approfondito alla luce della tesi, recentemente proposta, secondo cui le operazioni di MLBO caratterizzate da un eccessivo indebitamento sarebbero sanzionate, indirettamente, per il tramite del rapporto di cambio; in particolare, secondo questa opinione, “*se il rapporto di cambio è congruo*”, il socio di controllo della società acquirente che incorpora la *target* potrebbe

⁶³ Per il rilievo secondo cui la *legittimità* di una delibera “*intesa nel senso della conformità della deliberazione alle condizioni formali e sostanziali che la rendono legittima, cioè valida*” non implica anche la liceità delle azioni che ad essa danno attuazione, ossia il rispetto degli “*interessi, anche di lungo termine, di cui le norme societarie intendono offrire tutela*” cfr. M.S. SPOLIDORO, *Appunti sull’interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., 186, ove l’A. precisa a nt. 8 che per “*lecita intendo un’operazione la cui attuazione non viola diritti soggettivi altrui o, comunque, norme di diritto oggettivo, la cui violazione può dar luogo a sanzioni pubbliche o private di qualunque natura. Il caso estremo è quello delle operazioni straordinarie, pur valide e non più impugnabili, la cui attuazione può comportare la responsabilità per il risarcimento dei danni*”.

⁶⁴ Ossia dei soci di minoranza della *target* che non hanno una partecipazione nella società acquirente e che dunque, in ipotesi, non ricevono alcun vantaggio “finanziario” diretto dall’operazione di MLBO, mutuando la terminologia adottata per i soci estranei al controllo nelle ipotesi di responsabilità della capogruppo dei soci da P. ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2008, I, 279 ss..

⁶⁵ Rileva correttamente V. AFFERNI, *Invalidità della fusione e riforma delle società di capitali*, in *Giur. comm.*, 2009, I, 189 ss., che “*le controversie più frequenti in tema di fusioni riguardano la determinazione del rapporto di cambio; in particolare l’ipotesi nella quale la società incorporante è anche azionista dei maggioranza della società incorporata e quindi di fatto la fusione e le sue modalità sono decise dalla prima società o addirittura (nei gruppi societari) dalla capogruppo*”.

mantenere il controllo sulla società “*solo se e nella misura in cui il capitale di rischio che egli investe nella società risultante dalla fusione eccede quello investito dagli altri soci*”⁶⁶. In quest’ottica, il rapporto di cambio dovrebbe ponderare i mezzi propri della società derivante dalla fusione apportati rispettivamente dai soci dell’incorporante e dai soci di minoranza dell’incorporata e, pertanto, i soci di maggioranza dell’acquirente che avessero finanziato l’acquisizione mediante una leva finanziaria caratterizzata dalla presenza di mezzi propri inferiori a quelli investiti dai soci “esterni” della *target* sarebbe ro privati del controllo della società derivante dalla fusione.

In realtà, il problema deve essere impostato in termini differenti, giacché il rapporto di cambio ha la funzione di realizzare la *continuità sostanziale* della partecipazione dei soci nella società risultante dalla fusione⁶⁷ e pertanto, con riferimento alle operazioni di fusione per incorporazione di una società controllata nella controllante, la sua determinazione prescinde sia dall’ammontare dei mezzi propri delle società, sia dal capitale di rischio originariamente investito dai soci. Il rapporto di cambio discende infatti dalla ponderazione del valore della partecipazione dei soci “esterni” rispetto al capitale economico della società derivante dalla fusione e, in particolare, quando l’incorporante possiede una partecipazione nell’incorporata, come nell’ipotesi in esame, il divieto di attribuire azioni in sostituzione di quelle possedute dall’incorporante di cui all’art. 2504 *ter*, impone di determinare un concambio solo con riferimento a quella porzione di patrimonio dell’incorporata di proprietà dei soci di minoranza⁶⁸.

Al riguardo, è stato in precedenza ricordato che il teorema di Modigliani e Miller afferma il principio secondo cui valore dell’impresa non muta in funzione della composizione della sua struttura finanziaria e, per quanto qui interessa, deve ritenersi che il ricorso alla leva finanziaria non comporta di per sé solo, necessariamente, la

⁶⁶ Così S. CACCHI PESSANI, *op. cit.*, 15 ss. (con una tesi condivisa anche da V. AFFERNI, *op. cit.*, sub nt. 27) ove l’A. afferma in particolare che “*il promotore dell’operazione di leveraged può quindi scaricare sulla società target il debito contratto per l’acquisizione solo se, correlativamente, ridistribuisce ai soci di minoranza della target stessa quella parte della partecipazione del precedente socio di controllo che il debito stesso è servito ad acquistare e liquidare, secondo un rapporto di scambio che la stessa legge esige congruo*”, e quindi, a nt. 23 riporta un esempio numerico apparentemente coerente, il cui limite tuttavia risiede nell’identificazione tra capitale sociale e valore economico delle società partecipanti alla fusione: nella realtà operativa, per contro, l’indebitamento contratto per l’acquisizione non determina necessariamente una riduzione di pari importo del valore economico della società e, anzi, potrebbe addirittura risultare irrilevante nella valutazione delle società partecipanti alla fusione e, dunque, nella determinazione del rapporto di cambio, come meglio chiarito *infra* nel testo. Corre tuttavia l’obbligo di rilevare che l’A., nel prosieguo della trattazione, afferma correttamente che il rapporto di cambio deve prendere le mosse dalla valutazione del capitale economico delle società partecipanti, così apparentemente rettificando la propria tesi in senso conforme a quanto qui sostenuto con la dottrina maggioritaria.

⁶⁷ Così esplicitamente da ultimo Trib. Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, cit., ma già App. Milano, 23 maggio 2003, n. 1625, in *Giur. it.*, 2003, 1637 ss.

⁶⁸ M. CARATTOZZOLO, *op. cit.*, 446 ss.

“distruzione del valore” delle società partecipanti⁶⁹. Da ciò consegue che i soci della società acquirente – a sua volta titolare della maggioranza delle azioni della *target* – ben potrebbero restare titolari della maggioranza del capitale della società che deriva dalla fusione pur avendo effettuato un investimento in *equity* inferiore rispetto a quello dei soci di minoranza della società *target*. Conseguentemente, non può ravvisarsi alcun vincolo, per il tramite del rapporto di cambio, al perfezionamento di operazioni di MLBO caratterizzate dallo squilibrio tra mezzi propri e debiti nei termini sopra chiariti.

La determinazione del rapporto di cambio nelle operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento può tuttavia presentare alcune peculiarità allorquando il debito contratto dall’acquirente, e successivamente “scaricato” sulla società derivante dalla fusione, attribuisca a quest’ultima un *valore* inferiore a quello della *target* ante fusione, per effetto del “drenaggio” di risorse originariamente destinate ad investimenti produttivi, secondo le modalità chiarite *supra* al § 5. Il problema, in queste ipotesi, riguarda l’individuazione della corretta modalità di imputazione, per il tramite del rapporto di cambio, di questo *minusvalore* derivante dalla fusione ed è, come evidente, speculare a quello relativo all’allocazione del c.d. plusvalore da fusione, da tempo oggetto di dibattito⁷⁰ e lungi dall’essere risolto. Con riferimento al plusvalore, invero, nella dottrina aziendalistica sono autorevolmente sostenute entrambe le soluzioni possibili, laddove, da un lato, vi è chi ritiene che il plusvalore derivante dalla *redditività incrementale* sia rilevante ai fini della determinazione del rapporto di cambio e debba essere imputato alla società che vi ha dato causa, compiendo ogni possibile sforzo, sulla base della documentazione disponibile, per distinguere tra l’apporto di ciascuna delle società partecipanti⁷¹. Dall’altro lato, viene sostenuto con altrettanta autorevolezza che le complessità e le incertezze derivanti dalla determinazione dei flussi di cassa prospettici della società derivante dalla fusione, nonché dall’imputazione dell’eventuale conseguente plusvalore, “*inducono nella pratica ad assumere l’ipotesi semplificatrice*” secondo cui le società partecipanti “*siano da valutare come se si mantenessero*

⁶⁹ E invero, gli studi empirici confermano come l’impresa gravata da debito per effetto di un’operazione di MLBO genera sovente maggiori flussi di cassa rispetto alla situazione precedente all’indebitamento, mantenendo o, addirittura, aumentando il proprio valore rispetto alla *target unlevered*: sul punto cfr. S. GUO, E. S. HOTCHKISS, W. SONG, *Do Buyouts (Still) Create Value?*, in <http://ssrn.com/abstract=1108808>, ma già M.C. JENSEN, *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, in *The American Economic Review*, vol 76, n. 2, 323-329, in formato elettronico <http://www.jstor.org/stable/1818789>; ancora, con riferimento ad imprese caratterizzate da una leva finanziaria assai elevata si veda H.D. PLATT, *The Private Equity Myth* (May 25, 2009), in <http://ssrn.com/abstract=1409699>. Sul punto cfr. altresì le lucide osservazioni di D. PREITE, *I merger leveraged buy-outs e gli artt. 2357 e 2358 c.c.*, in *Giur. comm.*, 1993, II, 109 ss.

⁷⁰ E’ opportuno evidenziare che la problematica evocata nel testo non riguarda la questione, assai discussa, relativa alla legittimità della fusione operata in assenza di ragioni industriali (finalizzate alla “creazione di valore”) che giustificano la concentrazione dei complessi aziendali delle società partecipanti. Il dibattito circa la “causa della fusione” non riguarda infatti le vicende relative alla determinazione del rapporto di cambio, bensì il differente profilo relativo alla violazione dell’art. 2358, per il tramite della frode alla legge ex art. 1344, al cui riguardo si rinvia, per una panoramica, agli AA. citati *supra* alle nt. 11 e 12.

⁷¹ M. CARATTOZZOLO, *op. cit.*, 435 ss.

autonome (stand alone)”; ipotesi questa che si fonda sul principio secondo cui il rapporto di cambio deve rappresentare “quanto gli azionisti rispettivamente sacrificano nella fusione piuttosto che quanto ne ricavano”⁷². In quest’ultima direzione pare altresì orientata la prassi professionale risultante dalle perizie di concambio delle fusioni, seppure in questo caso non tanto per ragioni sistematiche, quanto piuttosto per semplificare la propria opera⁷³.

Gli Autori che, tra i giuristi, hanno affrontato il problema, concordano infine sull’opportunità di procedere, ove possibile, ad una stima congiunta delle società che si fondono, ma non ravvisano alcun obbligo in tal senso, sanzionabile sotto il profilo della non congruità del rapporto di cambio, né prendono espressamente posizione circa le modalità di allocazione dell’eventuale plusvalore in funzione di una contribuzione disomogenea delle società partecipanti⁷⁴.

Questa soluzione, tuttavia, non può essere applicata acriticamente al problema relativo all’allocazione del minusvalore da fusione nelle operazioni di MLBO, ed anzi, deve ritenersi che, mentre nelle comuni operazioni di fusione gli amministratori hanno solo la *facoltà* di imputare il plusvalore da fusione in misura proporzionale al contributo apportato dalle società partecipanti, nelle operazioni di MLBO, per contro, sussiste un vero e proprio *dovere* di imputare il minusvalore da fusione, per il tramite del rapporto di cambio, esclusivamente alla società che vi ha dato causa. Dovere, quest’ultimo, che discende dalla disponibilità in capo agli amministratori ed agli esperti di tutti i dati necessari per procedere alla quantificazione e corretta allocazione del minusvalore.

Invero, il rapporto di cambio prende necessariamente le mosse da una valutazione delle società partecipanti alla fusione⁷⁵, condotta di norma secondo metodologie fondate

⁷² L. GUATRI - M. BINI, *op. cit.*, 781 ss.

⁷³ Si vedano al riguardo le considerazioni di L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 72, che imputa la scelta della prassi professionale alla circostanza che la *simulazione dell’unificazione aziendale* sarebbe complessa, delicata e difficilmente passibile di un riscontro empirico.

⁷⁴ Sul punto C. SANTAGATA, *Lineamenti generali dell’istituto della fusione: natura giuridica e procedimento*, in *Fusioni e scissioni di società. Profili civili e fiscali*, Milano, Giuffrè, 1993, 54 ss. afferma la necessità di procedere alla *simulazione della già avvenuta unificazione aziendale* al fine di consentire “(a) di verificare l’effettiva persistente funzionalità di ciascun elemento per la realizzazione dell’oggetto sociale dell’entità risultante dalla fusione; (b) di reperire un criterio uniforme per la valutazione dei singoli cespiti di pertinenza della società, adeguandola alla specifica funzionalità dell’azienda risultante; (c) di individuare infine l’effettivo apporto di ciascuna entità”, mentre, L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 68 ss., evidenzia che “nulla impedisce, ed anzi è auspicabile che avvenga – nei casi in cui ciò sia possibile – che gli amministratori decidano di procedere, nell’esercizio della loro discrezionalità tecnica, anche alla stima congiunta delle società che si fondono, comprensiva del profilo più propriamente finanziario”, ma nel contempo si sofferma sui problemi connessi all’imputazione paritetica o proporzionale del diseguale contributo di ciascuna delle società che si fondono, rimettendo la scelta ultima al prudente apprezzamento degli amministratori che dovranno tutelare la parità di trattamento dei soci.

⁷⁵ Per tutti cfr. L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 25 ss. secondo cui il necessario presupposto per la determinazione del rapporto di cambio è la individuazione del valore delle azioni o delle quote delle società che si fondono, ferma la possibilità di differenziare il concambio effettivo dal concambio teorico fintanto che quest’ultimo consenta pur sempre di attribuire ai soci della società derivante dalla fusione una partecipazione dal valore *sostanzialmente equivalente* a quella posseduta precedentemente alla fusione.

sui flussi di risultato futuri⁷⁶: da qui la valutazione della *target* incorporata in un'ottica *stand alone*. A questa informazione, presente in tutte le operazioni di fusione, si aggiunge nelle operazioni di MLBO il contenuto del piano economico e finanziario predisposto dagli amministratori ai sensi dell'art. 2501 *bis*, comma 3°, che deve dar conto dei flussi di cassa futuri complessivi derivanti dalla *sinergia* delle società partecipanti, mediante i quali far fronte all'indebitamento della società derivante dalla fusione. La *contestualità* delle valutazioni espresse dagli esperti ai sensi del combinato disposto dagli artt. 2501 *bis* e 2501 *sexies*, nonché l'innegabile collegamento tra le stesse, impone che queste siano redatte secondo criteri omogenei e comparabili⁷⁷. Il confronto tra i flussi di cassa risultanti dalla valutazione sinergica utilizzata per attestare la sostenibilità dell'indebitamento, ai sensi dell'art. 2501 *bis*, ed i flussi di cassa della *target*, presi a fondamento per la valorizzazione della partecipazione dei soci "estranei" ai fini della determinazione del rapporto di cambio, evidenzia così - soprattutto nelle ipotesi in cui l'incorporante sia una *newco* - l'eventuale esistenza di un minusvalore da fusione e la sua imputabilità alla società acquirente, a danno della *target*.

Il rapporto di cambio, ove determinato secondo le modalità sopra descritte, tutela integralmente lo *shareholder value* dei soci della *target* e, dunque, stante il disposto dell'art. 2504 *ter*, dei soci "estranei"⁷⁸, in una prospettiva di lungo termine (pari almeno alla durata prevista per il rimborso del debito contratto per l'indebitamento). Nel contempo, il rapporto di cambio non lede il valore della partecipazione dei soci

⁷⁶ Circa i metodi utilizzabili per la determinazione del valore del capitale economico delle società partecipanti alla fusione ai fini della determinazione del rapporto di cambio cfr. L.A. BIANCHI, *op. cit.*, 207 ss. e, per la dottrina aziendalistica, L. GUATRI – M. BINI, *op. cit.*, 782 ss.; M. CARATTOZZOLO, *op. cit.*, 439; per la sussistenza di un vero e proprio obbligo di utilizzo di più metodologie valutative e, in particolare, delle metodologie basate sui flussi, quantomeno a fini di controllo, specie laddove una delle società partecipanti alla fusione controlli l'altra e, dunque, la negoziazione sul rapporto di cambio non garantisca la parità di trattamento tra gli azionisti, cfr. espressamente Trib. Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, cit.

⁷⁷ Sulla necessaria *omogeneità* dei criteri valutativi nelle operazioni straordinarie, al fine di garantire la comparabilità dei dati e dunque la funzione informativa attribuita dal legislatore, cfr. P.G. MARCHETTI, *Spunti sulle relazioni tra valore contabile, valore economico, valore di mercato dell'azienda nelle operazioni societarie di finanza straordinaria*, in *Giur. comm.*, 1983, I, 210; in particolare, con riferimento alle valutazioni da porre a fondamento del rapporto di cambio, osserva L.A. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, cit., 199 ss., come "l'esigenza di confrontabilità, peraltro, non comporta necessariamente l'utilizzo di metodi di valutazione identici per tutte le società (...) bensì richiede l'adozione di una medesima logica valutativa: in sostanza, nel caso di società operanti in settori diversi, il principio di omogeneità comporterà il ricorso a criteri uniformi solo nei limiti entro i quali le caratteristiche tipiche delle realtà oggetto di fusione lo consentono".

⁷⁸ E, in questo senso, mi parrebbe che il *set* di informazioni fornito dagli amministratori e verificato dagli esperti in forza dell'art. 2501 *bis*, consenta di determinare correttamente il valore della partecipazione sulla base delle prospettive future della società risultante dalla fusione, così venendo incontro – almeno nei limiti del possibile – ai dubbi sollevati da C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., 54, nt. 20, ove l'A. ricollega la validità della teoria dello *shareholder value* all'ipotesi del mercato efficiente, nel senso che la prima risulta valida solo ove il *prezzo* possa incorporare tutte le prospettive di reddito. Per una ricostruzione della teoria dello *shareholder value* e dei suoi collegamenti con il diritto societario italiano cfr. G. FERRARINI, *Valore per gli azionisti e governo societario*, in *Riv. soc.*, 2002, 462 ss.

dell'incorporante, al cui riguardo sconta l'incremento di valore della partecipazione nell'incorporante conseguente alla fusione con l'incorporata.

Da ciò consegue che, in una prospettiva fisiologica, il rapporto di cambio, correttamente determinato sulla base della comparazione dei flussi di risultato futuri della *target* e della società derivante dalla fusione, è idoneo a soddisfare integralmente l'interesse dei soci alla conservazione del valore e della redditività della partecipazione. In una prospettiva patologica, l'utilizzo di una leva finanziaria eccessiva può rendere concretamente irrealizzabile la fusione nelle ipotesi in cui questa incida negativamente sul valore della *target* in misura tale da determinare un rapporto di cambio che assegni ai soci di minoranza della *target* una partecipazione maggioritaria nella società derivante dalla fusione. In particolare, il procedimento speciale disciplinato dall'art. 2501 *bis* e la *disclosure* imposta dal legislatore, impongono di censurare il rapporto di cambio come *non congruo* laddove l'eventuale minusvalore da fusione non venga correttamente imputato a danno dei soli soci della società acquirente che, con il suo indebitamento, vi ha dato causa.

Conseguentemente, nelle ipotesi di falsità o erroneità della relazione degli amministratori e/o delle attestazioni degli esperti che mascherino o non tengano conto del *minusvalore da fusione*, o comunque ledano lo *shareholder value*, occorre distinguere: se il vizio incide esclusivamente sulla congruità del rapporto di cambio, i soci "estranei" possono impugnare la delibera di fusione per violazione dell'art. 2501 *bis* e lesione della congruità del rapporto di cambio; ove invece la falsità o erroneità, per non aver tenuto conto del *minusvalore da fusione*, mascheri anche il venir meno della continuità aziendale, accanto all'impugnativa dei soci⁷⁹ può ravvisarsi anche l'opposizione dei creditori ex art. 2503. Ovviamente, qualora la delibera fosse impugnata successivamente al decorso del termine di cui all'art. 2504 *quater*, sarebbe preclusa ai soci la tutela reale e questi potrebbero unicamente ottenere il risarcimento del danno patito; danno che, in questo caso, dovrebbe essere pari alla differenza tra il concambio applicato e quello *congruo*⁸⁰ determinato secondo le modalità sopra descritte.

Sulle medesime basi i soci "esterni" danneggiati dal rapporto di cambio non congruo potrebbero esercitare l'azione di responsabilità ex art. 2497 contro i soci "promotori", detentori della partecipazione di controllo dell'incorporante, ove questi

⁷⁹ Ove i flussi di cassa futuri, così come rappresentati nel piano economico e finanziario, ovvero rettificati in sede giudiziaria, non consentano di dimostrare la *sostenibilità* dell'eventuale obbligo risarcitorio che dovesse conseguire all'esito vittorioso dell'impugnativa promossa dal socio, riterrei imprescindibile la concessione della sospensione dell'esecuzione della delibera ex art. 2378.

⁸⁰ Sul problema delle modalità di calcolo del danno del socio si veda ampiamente P. BELTRAMI, *La responsabilità per danni da fusione*, Torino, Giappichelli, 2008, 223 ss., ove si affronta anche il problema della determinazione del rapporto di cambio *congruo* in presenza di un *range* di più rapporti di cambio astrattamente congrui. Per una concreta applicazione di questa modalità di calcolo del danno cfr. da ultimo Trib. Milano, sez. VIII, n. 14099 del 27.11.2008, cit.

fossero persone giuridiche⁸¹. Il danno risarcibile riguarderebbe in questo caso la lesione della redditività o del valore della partecipazione, con ciò risultando confermata la volontà del legislatore di tutelare non solo il valore “patrimoniale” della società (e quindi della partecipazione), ma altresì quello determinato sulla base delle prospettive reddituali.

7. (segue) Leva finanziaria e “distruzione del valore” della *target*.

A conclusione dell'indagine svolta occorre infine verificare se accanto all'interesse dei soci “esterni” alla conservazione del valore e della redditività della partecipazione possano essere ravvisati ulteriori interessi, tutelati dall'ordinamento, potenzialmente lesi dall'utilizzo di una leva finanziaria tale da *distuggere il valore* dell'incorporata.

Al riguardo, occorre distinguere l'ipotesi (*i*) in cui la fusione sia stata adottata sulla base di una relazione degli amministratori falsa, reticente o erronea, che abbia mascherato gli effetti negativi della leva finanziaria, dall'ipotesi (*ii*) in cui gli effetti dannosi della leva finanziaria vengano chiaramente evidenziati dalla relazione degli amministratori.

Nel primo caso, i soci potrebbero dolersi dell'*opportunità* dell'operazione che ha comportato un danno alla società, in ragione della violazione da parte degli amministratori degli obblighi informativi previsti dall'art. 2501 *bis*⁸², da cui discende un vizio autonomo della delibera di fusione nonché la responsabilità degli amministratori per i danni causati a soci e creditori.

Nel secondo caso, invece, salva l'ipotesi di eventuali conflitti di interesse dei soci “promotori” ex art. 2373⁸³, non pare ravvisabile la lesione di alcun interesse tutelato dall'ordinamento e azionabile mediante un'impugnativa della delibera di fusione. Invero, l'eventuale danno patito dai soci della *target* per effetto della *distruzione del valore* della società conseguente alla fusione si manifesta esclusivamente come un

⁸¹ Sul punto, ritiene che l'art. 2497 offra una tutela *diretta* agli interessi degli azionisti alla redditività e valore della partecipazione, ed alla solvibilità della società P. ABBADESSA, *La responsabilità della società capogruppo verso la società abusata: spunti di riflessione*, cit., 283, ove anche riferimenti alle differenti ricostruzioni prospettate in dottrina.

⁸² Sul punto cfr. P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. comm.*, 2004, I, 817 ss., che, con riferimento alle ipotesi di erroneità, reticenza o falsità delle informazioni e delle attestazioni previste dall'art. 2501 *bis*, evidenzia come la lesione “*non pare concretarsi, a differenza della casistica nota, nella incongruità del rapporto di cambio; dovrebbe piuttosto concretarsi in termini di pregiudizio alla redditività ed al valore della partecipazione e/o all'integrità del patrimonio sociale arrecato dalla irragionevolezza dell'impiego della leva finanziaria, utilizzando cioè, un paradigma di definizione del danno che in materia societaria è rintracciabile oggi in sede normativa (art. 2497, comma 1°)*”.

⁸³ Al riguardo si rinvia a D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, cit., 152 ss., ove un'analisi dei rapporti tra MLBO e conflitto di interessi dei soci, seppur con particolare riferimento alla determinazione del rapporto di cambio esaminato *supra* sotto una differente prospettiva.

riflesso del danno patito dalla società medesima⁸⁴, per il tramite della riduzione del valore e della redditività della partecipazione, e deve essere neutralizzato mediante la corretta determinazione del rapporto di cambio⁸⁵ che garantisca il mantenimento del valore, anche prospettico, della partecipazione⁸⁶. Ma se il rapporto di cambio è correttamente determinato, si da tutelare lo *shareholder value*, la mera *distruzione del valore* della *target* non rappresenta un vizio della delibera che possa autonomamente

⁸⁴ Cfr. F. GUERRERA, *La responsabilità "deliberativa" nelle società di capitali*, Torino, 2004, 294 ss., che al riguardo ben evidenzia come risulterebbe sostanzialmente impossibile "operare un'efficace reintegrazione della perdita mediante un'attribuzione patrimoniale alla società, come tale destinata a ridonare in beneficio di tutti i soci"; cfr. altresì A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione*, Milano, Giuffrè, 2004, 31 ss., ove anche un'attenta riflessione circa i problemi pratici legati all'eventuale risarcimento erogato a favore della società, del quale beneficerebbero anche i soci "promotori" che hanno causato il danno; per una puntuale rassegna delle varie tesi relative all'individuazione dei soggetti legittimati attivi e passivi dell'azione cfr. da ultimo P. BELTRAMI, *op. cit.*, 258.

⁸⁵ E' pur vero che "quand'anche sia stata garantita l'esatta corrispondenza del valore della vecchia partecipazione a quello attribuito alla nuova, l'indifferenza tra le due situazioni viene a dipendere dall'atteggiamento (di neutralità, di avversione o, finanche, di preferenza) dell'azionista rispetto al rischio, che nella società incorporante appare ben più corposo, in vista dell'elevato indebitamento", come rileva R. PARDOLESI, *Leveraged Buyout: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, I, 412, ma non parrebbe trattarsi di un interesse cui il legislatore offre una tutela fintanto che - come in precedenza chiarito - sia garantita la continuità aziendale e la sostenibilità prospettica dell'indebitamento; al più, potrebbe ipotizzarsi il diritto di recesso ai sensi dell'art. 2497 *quinquies*, comma 1, lett. c), ove fossero ravvisabili (e dimostrabili) nella fattispecie concreta i presupposti richiesti dalla norma: sul punto cfr. S. CACCHI PESSANI, *Le operazioni di merger leveraged buy-out*, cit., 28, nt. 31 e lo studio monografico di C. CARUSO, *Inizio e cessazione della direzione e coordinamento e rischio dell'investimento*, che ho potuto visionare in bozza per cortesia dell'Autore.

⁸⁶ Per l'identificazione dell'interesse sociale nella fusione con l'interesse dei soci alla massimizzazione (e non alla mera *conservazione*, come qui ritenuto) della quota proporzionale di redditività nella società post fusione cfr. A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione*, cit., 7 ss., cui si rinvia anche per maggiori riferimenti bibliografici. Sui rapporti tra *shareholder value* e interesse sociale cfr. P.G. JAEGER, *L'interesse sociale rivisitato (quarant'anni dopo)*, in *Giur. comm.*, 2000, I, 795 ss., nonché gli atti del convegno in memoria di questo Autore *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, più volte citato, e in una prospettiva comparatistica A. GUACCERO, *Interesse al valore per l'azionista e interesse della società. Le offerte pubbliche in Italia e negli USA*, Milano, Giuffrè, 2007, 140 ss. e 178 ss., ove l'A., rispondendo all'osservazione secondo cui l'adozione di questa prospettiva consentirebbe il soddisfacimento dell'interesse solo con la liquidazione della partecipazione (P.G. JAEGER, *op. loc. cit.*), evidenzia l'esistenza di numerosi indici normativi in tal senso e rimette alla discrezionalità degli amministratori la scelta di perseguire la valorizzazione di breve periodo o di medio-lungo termine. In questo senso, riterrei che anche ove la società derivante dalla fusione non fosse in grado di generare un utile distribuibile nel breve periodo, ciò non sarebbe sufficiente a ledere l'interesse del socio, ove fosse comunque tutelato il *valore* della partecipazione, anche eventualmente nella prospettiva del medio-lungo termine.

giustificare una causa di invalidità⁸⁷, non potendosi ravvisare la violazione di alcun interesse protetto dall'ordinamento.

L'illegittimità della delibera che incida negativamente sul valore della *target* non potrebbe essere ravvisata neppure per la violazione dell'obbligo di indicare le ragioni che *giustificano l'operazione* imposto dall'art. 2501 *bis*, comma 3°. L'operazione di MLBO non deve infatti necessariamente *creare valore*⁸⁸ e, anzi, può essere giustificata anche nell'ipotesi in cui *distrugga valore* - senza incidere sui diritti soggettivi di soci e terzi - là dove si individuino ulteriori ragioni di carattere organizzativo, industriale o fiscale, riconducibili alla sfera del *sociale* o, entro certi limiti, anche ad interessi degli *stakeholders*⁸⁹, da porre a fondamento della fusione⁹⁰. Né l'autorità giudiziaria, né

⁸⁷ Sul punto si veda già D. PREITE, *Abuso di maggioranza e conflitto di interessi del socio nelle società per azioni*, cit., 134 e, da ultimo, C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, cit., 60, che ben evidenzia come il danno alla società non rileva di per sé, ma solo in quanto eventualmente riferibile a una situazione di conflitto di interessi; *contra* apparentemente F. DENOZZA, *L'interesse sociale tra "coordinamento" e "cooperazione"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., 28 ss., secondo cui le delibere che "danneggiano sicuramente la società" non possono essere considerate valide, neppure se assunte all'unanimità, ma la conclusione pare ricollegata – nel contesto del ragionamento svolto dall'A. – alla premessa secondo cui il danno alla società si tramuterebbe necessariamente in un danno al socio, circostanza questa che, nell'ipotesi in esame, è invece esclusa *in ipotesi*.

⁸⁸ Così invece L. ARDIZZONE, *op. cit.*, 499 ss.; A. VICARI, *Gli azionisti nella fusione*, cit., *passim*, spec. 18 sub nt. 39 e 98 ss.

⁸⁹ Per la possibilità di giustificare l'azione degli amministratori in forza del perseguimento degli interessi degli *stakeholders* cfr. M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, in *Riv. soc.*, 2009, 26 ss., che precisa come "la cura da parte degli organi societari degli interessi di stakeholders anche a scapito degli interessi immediati degli azionisti attuali alla massimizzazione dei profitti e del valore delle azioni, è legittima in quanto sia possibile inquadrala (ciò che è peraltro normale) in una strategia volta a garantire nel lungo periodo la permanenza e il successo dell'impresa nel mercato". E, in questo senso, potrebbe giustificarsi un'operazione di MLBO che, senza lesione della *sostenibilità* dell'indebitamento e mantenendo inalterato (pur senza massimizzare) il valore della partecipazione degli azionisti "estranei", consenta di evitare la chiusura di uno stabilimento produttivo facente capo all'incorporante ed il conseguente licenziamento dei lavoratori, sacrificando una parte del valore della *target*. In questo caso vi sarebbe evidentemente un *interesse* sotto il profilo dell'immagine pubblica e nelle relazioni industriali dell'impresa che, pur non quantificabile sotto il profilo valore, in quanto non comporta flussi di risultato futuri stimabili, è pur sempre rilevante nel *giustificare* l'operazione.

⁹⁰ Conseguentemente, pare potersi affermare che il rispetto del procedimento dettato dall'art. 2501 *bis* esclude in radice la possibilità di ipotizzare una violazione del divieto di assistenza finanziaria nelle operazioni di MLBO, giacché la preventiva indicazione delle *ragioni che giustificano l'operazione* - così come sopra ricostruite - vale ad escludere la frode alla legge che rappresenta il necessario presupposto per l'applicabilità dell'art. 2358 alla fattispecie in oggetto: cfr. P. MONTALENTI, *Commento*, cit., 2322 che evidenzia come "in presenza di un piano finanziario ragionevole non si concreta una violazione indiretta della norma".

tantomeno gli esperti, possono infatti sindacare il merito tali ragioni, se queste sono effettivamente esistenti e correttamente esposte nella relazione degli amministratori⁹¹.

Passando ora alla possibilità per i creditori di proporre opposizione ai sensi degli artt. 2503 e 2503 bis nelle ipotesi di *distruzione del valore* della *target* per effetto della fusione, è noto che la *ratio* della norma è ricondotta alla tutela dei creditori sociali contro l'eventuale pregiudizio connesso alla realizzazione dell'effetto della fusione, inteso come rischio di non rimborso del debito. In particolare, aderendo alla tesi che ravvisa il pregiudizio in una prospettiva dinamica, che tenga conto dei risultati futuri dell'impresa⁹² e, dunque, avuto riguardo all'equilibrio dei flussi di cassa prospettici, deve ritenersi che i creditori possano proporre opposizione alla fusione unicamente nelle ipotesi in cui la leva finanziaria risulti *non sostenibile*⁹³. In questo senso, il legislatore fornisce una tutela anticipata ai creditori, richiedendo agli amministratori di indicare preventivamente nel progetto di fusione *le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*, e imponendo che gli esperti attestino la capacità della società di far fronte ai propri debiti, alle rispettive scadenze, così come accade anche in relazione agli accordi di ristrutturazione dei debiti ex art. 182 *bis* l. fall. I creditori possono dunque opporsi alla fusione solo ove il progetto di fusione – confermato dalla relazione degli esperti – non dimostri

⁹¹ Là dove si volesse ravvisare un interesse al *valore ed alla redditività della società* disgiunto e autonomamente tutelabile rispetto all'interesse al *valore ed alla redditività dell'investimento dei soci* ed alla tutela delle ragioni dei creditori, questo non parrebbe dissimile dall'interesse alla *produttività* dell'impresa, la cui tutela veniva esclusa da G. MINERVINI, *Contro la "funzionalizzazione" dell'impresa privata*, in *Riv. dir. civ.*, 1958, I, 618 ss. e in *Scritti giuridici. Impresa e concorrenza*, Napoli, 1996, 57 ss., con argomentazioni tutt'oggi attuali nonostante le tesi riconducibili alla *Corporate Social Responsibility*, al cui riguardo si rinvia a M. LIBERTINI, *Impresa e finalità sociali. Riflessioni sulla teoria della responsabilità sociale dell'impresa*, cit., *passim*, per un'attenta rilettura (e per un ridimensionamento) della teoria alla luce del sistema del diritto societario italiano. Da ultimo, per un approfondito riesame dei rapporti tra autonomia privata e autonomia d'impresa cfr. V. BUONOCORE, *L'impresa*, cit., 340 ss. Resta da rilevare come la sindacabilità della *causa della fusione* rappresenta per contro un *topos* (quantomai criticato e criticabile) della giurisprudenza tributaria in relazione all'art. 37 *bis* del d.P.R. 29 settembre 1973, n. 600, in forza del quale vengono ritenute non opponibili all'amministrazione finanziaria le operazioni di MLBO *prive di valide ragioni economiche* in relazione all'art. 172, comma 7, TUIR, che consente di portare in diminuzione dal reddito della società risultante dalla fusione le perdite maturate dalle società partecipanti: cfr. al riguardo A. GENTILI, *Abuso del diritto, giurisprudenza tributaria e categorie civilistiche*, in *Riv. dir. comm.*, 2009, I, 403 ss. e lo studio dell'UNGDC del 28 maggio 2009, *Profili giuridici di problematicità del merger leveraged buyout*, in www.knos.it.

⁹² In tal senso cfr. C. SANTAGATA, *Le fusioni*, cit., 518 ss.; ma già G. TANTINI, *Trasformazione e fusione delle società*, nel Trattato Galgano, VIII, Bologna, Cedam, 1985, 329; A. SERRA, *La trasformazione e la fusione delle società*, nel Trattato Rescigno, XVII, Torino, Utet, 1985, 373; E. SIMONETTO, *Delle società. Trasformazione e fusione delle società*, nel Trattato Scialoja – Branca, Bologna-Roma, Zanichelli, 1976, 312. Per la tesi di chi invece ravvisa il pregiudizio in un'ottica patrimoniale, intesa come impossibilità per il creditore di procedere alla soddisfazione coattiva del credito, cfr. G. FERRI, *Fusione di società. I) Diritto commerciale*, in *Enc. giur. Treccani*, Roma, 1989, 3; M.S. SPOLIDORO, in A. SERRA - M.S. SPOLIDORO, *Fusioni e Scissioni di società*, Milano, Giuffrè, 1994, 112.

⁹³ Non pare quindi condivisibile la tesi di chi (S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out*, cit., 149 ss.) attribuisce all'opposizione dei creditori natura "collettiva" e consente a ciascun creditore di far valere in giudizio l'interesse di tutti i creditori, collettivamente considerati, fondando l'opposizione non già sulla lesione delle singole ragioni creditorie, bensì sulla legittimità del procedimento.

l'esistenza delle risorse necessarie per il pagamento dei debiti sociali, ovvero nell'ipotesi in cui la documentazione predisposta ex art. 2501 *bis* sia falsa o errata, a nulla rilevando la mera *distruzione del valore* che non incida sulla sostenibilità del debito.

Quanto all'eventuale responsabilità degli amministratori, quand'anche sia ravvisabile l'esistenza di un danno patrimoniale alla società (ed eventualmente agli interessi dei creditori ex art. 2394) e pur prescindendo dalle problematiche relative alla legittimazione ed all'interesse ad agire⁹⁴, non pare possibile individuare la violazione di un dovere degli amministratori da porre a fondamento dell'azione, ove questi abbiano correttamente rappresentato gli effetti della fusione per il tramite della documentazione richiesta dall'art. 2501 *bis*⁹⁵, il debito contratto per l'acquisizione sia sostenibile da parte della società derivante dalla fusione⁹⁶ e sia stato tutelato lo *shareholder value* per il tramite del rapporto di cambio. Certo, è ben evidente che nelle operazioni di MLBO può essere sovente ravvisata una situazione di conflitto di interesse degli amministratori rilevante ex art. 2391⁹⁷, ma ancora una volta la causa di illegittimità sarebbe in questo caso ricollegabile all'*interesse extrasociale* perseguito e non già alla mera *distruzione del valore* conseguente alla fusione.

⁹⁴ Invero, anche laddove la delibera di fusione fosse adottata all'unanimità, l'azione sociale di responsabilità sarebbe esercitabile anche dal collegio sindacale ex art. 2393, comma 3°: sulla valenza "istituzionalistica" della norma cfr. le osservazioni di P. MONTALENTI, *Interesse sociale e amministratori*, in *Valorizzazione del capitale sociale*, cit., 98.

⁹⁵ Cfr. al riguardo le osservazioni di C. ANGELICI, *La società per azioni e gli "altri"*, in *L'interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders*, cit., 60, che, riferendosi alla responsabilità ex art. 2497, evidenzia come il pregiudizio all'interesse alla redditività ed al valore della partecipazione sociale determini una responsabilità risarcitoria solo ove consegua ad una violazione dei principi di corretta gestione societaria ed imprenditoriale "il che comporta, se le parole del legislatore hanno un senso, l'eventualità di un pregiudizio legittimo quando i comportamenti che l'hanno provocato possono giudicarsi "corretti".

⁹⁶ Sull'esistenza di un "dovere di verificare che l'operazione straordinaria sia sostenibile nel lungo periodo" cfr. R. SACCHI, *L'interesse sociale nelle operazioni straordinarie*, in *Valorizzazione del capitale sociale*, cit., 149.

⁹⁷ Cfr. l'approfondita analisi di A. VICARI, *I conflitti di interesse di amministratori e soci della società target nel leveraged buy out*, in *Il nuovo diritto societario*, cit., 269 ss.