

MARCO REBOA

*Dottore Commercialista*

*Professore Associato all'Università Cattaneo di Castellanza*

## **LE OPERAZIONI DI *LEVERAGED BUY OUT* E L'ART. 2501-BIS C.C.: PRIME CONSIDERAZIONI**

---

SOMMARIO: **1.** Il LBO e la riforma societaria. — **1.1.** La discussa liceità dei LBO. — **1.2.** Gli ambiti di applicazione dell'art. 2501-bis. — **2.** Gli aspetti qualificanti la nuova norma. — **2.1.** La sostenibilità finanziaria dell'operazione. — **2.2.** L'interesse sociale e le ragioni che giustificano l'operazione di LBO. — **2.3.** Il ricambio dell'assetto proprietario come fine meritevole di tutela? — **3.** Il piano economico-finanziario previsto dall'art. 2501-bis e la sua valutazione. — **3.1.** Il c.d. piano industriale. — **3.2.** La ragionevolezza del piano nella letteratura e negli standard professionali. — **4.** La relazione della società di revisione. — **4.1.** Il soggetto abilitato a redigere la relazione. — **4.2.** Il contenuto della relazione. — **5.** Il LBO e i nuovi reati societari. — **5.1.** Gli articoli 2628, 2629 e 2634 c.c. — **5.2.** Le responsabilità penali a seguito del fallimento.

---

**1. Il LBO e la riforma societaria. — 1.1. La discussa liceità dei LBO.** — Con l'art. 2501-bis c.c. introdotto dalla riforma del diritto societario (d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6, in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366), il legislatore delegato ha inteso spianare la strada alle operazioni di *leveraged buy out* (LBO), sino a qui considerate di dubbia legittimità da parte di una consistente corrente giurisprudenziale. L'apertura legislativa a tali operazioni di architettura societaria risponde ad un imperativo contenuto nella legge di delega, la n. 366/2001, che, al punto *d*) dell'art. 7, stabilisce che la fusione tra due società, di cui una abbia contratto debiti per acquisire il controllo di un'altra, non comporta violazione del divieto di acquisto e sottoscrizione di azioni proprie (artt. 2357 e 2357-*quater* c.c.) né quello di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie (art. 2358 c.c.).

Per darsi ragione di come i divieti esposti nelle menzionate norme del codice civile potessero interferire sulle modalità attuative dei LBO, suscitando di conseguenza le menzionate perplessità sulla loro liceità, è opportuno richiamare per sintesi gli aspetti qualificanti le operazioni in esame.

Come noto, con l'utilizzo della terminologia LBO si individua genericamente una serie di operazioni finalizzate all'acquisizione di una società (la c.d. società *target*) mediante il ricorso al capitale di prestito con la peculiarità, che ne costituisce il punto critico, che il debito contratto per l'acquisizione della società *target* viene rimborsato, successivamente all'acquisizione, con i flussi monetari prodotti proprio dalla *target* e/o con l'alienazione di beni della stessa (c.d. *asset stripping*). Il LBO è dunque una tecnica che ha come risultato finale la traslazione del costo dell'acquisizione sul patrimonio della società acquisita: il debito contratto per l'acquisto, sfruttando al massimo l'effetto di leva finanziaria, è nei fatti assunto dal soggetto acquisito in luogo del soggetto acquirente.

Nella sua forma più comunemente utilizzata, l'operazione di LBO si articola in diverse fasi finalizzate alla fusione tra la società acquirente e la società acquisita (il c.d. *merger leveraged buy out*, o MLBO) nel seguito riassunte:

- i) i promotori costituiscono di norma una nuova società veicolo (la *Newco*) per effettuare l'operazione di LBO;
- ii) la *Newco* ricorre a prestiti garantiti e non garantiti per ottenere le risorse necessarie all'acquisizione della società bersaglio o *target*;
- iii) viene perfezionato l'acquisto delle azioni della *target*;
- iv) si procede alla fusione della *Newco* e della *target*, mediante incorporazione della seconda nella prima (la società veicolo incorpora la società bersaglio, *forward merger*). Viceversa, qualora si proceda alla incorporazione della prima nella seconda (la società bersaglio cioè incorpora la società veicolo), si è in presenza della cosiddetta fusione inversa o *reverse merger*.

Sino alla legge delega n. 366/2001 era dunque in corso un profondo dibattito per stabilire se tali operazioni rientrassero nell'ambito normativo degli artt. 2357 ss. e 2358 c.c., anche perché la giurisprudenza che si era occupata della materia, peraltro non copiosa<sup>(1)</sup>, era giunta a soluzioni controverse sulla liceità dei LBO<sup>(2)</sup>.

Per quanto riguarda gli artt. 2357 ss. c.c., il dibattito verteva attorno al presunto superamento del divieto previsto dalla norma. Al riguardo si era fatto osservare che, per effetto dell'operazione di LBO, la società *target* avrebbe acquistato le proprie azioni servendosi, per interposizione di persona, della società *Newco*, la quale, pertanto, sarebbe divenuta titolare delle azioni nell'interesse della società emittente, ravvisandosi per taluni versi l'illiceità già prima della fusione.

Problema ancora più complesso riguardava il dettato dell'art. 2358 c.c. in quanto, si argomentava, il debito contratto dalla società acquirente per finanziare l'operazione di acquisto sarebbe nei fatti traslato alla società *target*, in pa-

(1) Tale circostanza, osserva N. Bruno, dipende dal fatto che « molto spesso tale tecnica di acquisizione ha avuto ad oggetto società con ristretta base azionaria nelle quali l'accordo di compravendita viene facilmente raggiunto con tutti i soci (risultando così limitate le contestazioni) e inoltre per una precisa ragione giuridica che deriva dalla particolare disciplina dell'invalidità della fusione (V. art. 2504-*quater* c.c. N.d.A) e che costituisce un indubbio "ostacolo" a pronunce dirette sulla legittimità di tali operazioni ». Da N.A. BRUNO, *Il leveraged buy out nella casistica giurisprudenziale*, relazione presentata al convegno AIFI del 7 maggio 2002.

(2) Oltre al citato scritto di Bruno, per un approfondimento si rinvia tra gli altri a: P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out*, Giuffrè, Milano, 1991; A. CRESPI, *Rassegna di diritto societario*, in *Riv. soc.*, fasc. 3 1996; G.F. CAMPOBASSO, *Diritto Commerciale*, Utet, Torino; L.G. PICONE, *Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out*, Giuffrè, Milano, 2002; A. MORANO, *Il merger leveraged buy out alla luce del nuovo 2501-bis*, in *Le Società*, 2003, p. 952; G.B. PORTALE, *Dal capitale « assicurato » alle « tracking stocks »*, in *Riv. soc.*, fasc. 2, 2002; P. SCHLESINGER, *Merger leveraged but out e riforma societaria*, in *Corr. giur.*, 2003, p. 705; A. TOFFOLETTO, *La disciplina del leveraged buy out*, Relazione al Convegno organizzato da Paradigma su *La riforma del diritto societario*, Milano 12-13 dicembre 2001.

lese violazione del divieto di "assistenza finanziaria", che impedisce alla società emittente di accordare prestiti o fornire garanzie per acquistare o sottoscrivere azioni proprie. Infatti il debito nominalmente acceso dalla *Newco* per finanziare l'acquisizione verrebbe a gravare solo in via formale sulla società acquirente, la quale è generalmente costituita con un patrimonio molto contenuto, mentre, a seguito della fusione, sarebbe invece il patrimonio della società incorporata a divenire l'elemento effettivamente garante del rimborso del prestito contratto dalla *Newco*. L'effetto finale — cogliendo i nessi oggettivamente intercorrenti tra i diversi soggetti negoziali — sarebbe quello di utilizzare i beni della *target* per rispondere del debito (art. 2740 c.c.) contratto per finanziare l'acquisto delle sue azioni.

I sostenitori della liceità dei LBO replicavano a queste argomentazioni ricorrendo, in buona sostanza, ad un'estensione del concetto espresso dall'art. 2357-bis, comma 1, n. 3, che esclude le acquisizioni avvenute per effetto di una fusione dal novero delle limitazioni imposte dalla legge sull'acquisto delle azioni proprie<sup>(3)</sup>. Con un'interpretazione letterale della norma, si faceva presente che, al momento della concessione di un prestito o di una garanzia finalizzati all'acquisto o alla sottoscrizione delle azioni di un'altra società — già controllata o divenuta tale in conseguenza di tale acquisto o di tale sottoscrizione — le azioni acquistate o sottoscritte non erano « proprie », ma di « un'altra società ». Certo attraverso la fusione, o più precisamente attraverso il relativo concambio dei titoli, sarebbero diventate proprie le azioni precedentemente acquistate con prestiti o assistenza di garanzie, ma ciò sarebbe avvenuto in un momento successivo, pertanto non in violazione di un divieto che si riferisce espressamente ad azioni proprie, non di altra società. Le operazioni di MLBO, in altri termini, si articolano in una

<sup>(3)</sup> Da LORENZO DE ANGELIS, *Le operazioni di trasformazione, fusione e scissione nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, fasc. 1, 2002.

serie di azioni, certamente collegate, ma tra loro distinte, e nessuna di esse, singolarmente considerata (il finanziamento alla società acquirente, l'acquisto delle azioni della acquisita, la fusione dell'acquirente con l'acquisita), viola direttamente il combinato disposto degli artt. 2357 e 2358 c.c.

Per completezza si segnala che nel citato dibattito dottrinale e giurisprudenziale, superato solo dalla legge n. 366 del 3 ottobre 2001, si era andata a formare un'ulteriore scuola di pensiero. Il riferimento è alla nota sentenza «Trenno», che ha introdotto il principio secondo cui la legittimità delle operazioni di LBO non è giudicabile a priori, ma richiede una valutazione caso per caso volta ad accertare se l'operazione di MLBO sia posta in essere con l'unico scopo di ottenere un effetto vietato per legge (cioè attribuzione di garanzie e successivo accollo del debito da parte della società acquisita per l'acquisto di azioni proprie), oppure se sia espressione di reali esigenze imprenditoriali («la traslazione del debito può essere un mero effetto collaterale del procedimento di fusione, ove questa sia retta da reali ragioni economico finanziarie ecc.»)<sup>(4)</sup>. Per taluni primi commentatori le linee ispiratrici dell'art. 2501-bis paiono per molti versi uniformarsi proprio a questo approccio, che fa perno sulla «bontà» degli obiettivi seguiti con la fusione con indebitamento<sup>(5)</sup>.

## 1.2. Gli ambiti di applicazione dell'art. 2501-bis.

— Il dibattito giurisprudenziale sulla legittimità delle fusioni a seguito di operazioni di LBO pare quindi definitivamente superato con il d.lgs. 17 gennaio 2003 che, in applicazione della delega 366 del 2001, non si è limitato a stabi-

(4) Nota di P. MONTALENTI, *LBO una sentenza chiarificatrice*, in *Giur. it.*, 1999, p. 2105, e *Commento* di M.S. SPOLIDORO in *Le Società*, 2000, p. 75 e ss.

(5) Ai fini della valutazione dell'operazione, il riferimento per è al c.d. principio del *business judgment rule*, principio ampiamente consolidato nella giurisprudenza anglosassone. Vedere anche *infra*, par. 2.3.

lire la liceità di tali operazioni (precisamente la non contrarietà agli artt. 2357 e 2358 c.c. come richiesto dalla legge delega) <sup>(6)</sup>, ma con il novellato art. 2501-*bis* ha introdotto disposizioni volte a rendere tali operazioni più trasparenti, imponendo i seguenti adempimenti: *i*) l'obbligo di indicare nel progetto di fusione le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione; *ii*) l'obbligo di indicare nella relazione dell'organo amministrativo le ragioni che giustificano l'operazione, con un piano economico finanziario; *iii*) l'attestazione degli esperti circa la «ragionevolezza» delle indicazioni contenute nel progetto di fusione e *iv*) la relazione della società di revisione.

Prima di entrare nel merito degli adempimenti informativi previsti dall'art. 2501-*bis* c.c., si segnalano sin d'ora talune incertezze che potrebbero nascere in sede di individuazione delle operazioni di fusione rientranti nella fattispecie regolata dall'articolo in commento.

Nessun dubbio in proposito se si pensa al fenomeno del LBO nell'accezione comune che, come illustrato in premessa, prevede la costituzione di una società veicolo (la *Newco*) con capitale esiguo e che ricorre in misura preponderante al debito per acquistare la società bersaglio (la *target*), traslando

---

<sup>(6)</sup> Val la pena di segnalare che taluni commentatori hanno espresso perplessità sulla facoltà del legislatore delegato di superare il divieto posto dall'art. 2358 c.c. che, nella sua formulazione attuale, deriva dall'applicazione della II Seconda Direttiva Comunitaria (n. 77/91 art. 23 comma 1). L'art. 2358 c.c., in altri termini, deve confrontarsi con il diritto comunitario che, per la gerarchia della fonti, non può essere disatteso dal diritto nazionale. Scrive Aldo Dolmetta: «Data la dipendenza dal diritto comunitario, la legge delega non può esprimersi — *sic e simpliciter* — nei termini di un diretto esonero del *merger* in quanto tale... se questa è la portata da riconoscere quale propria alla lettera *d*) dell'art. 7, la stessa viola la prescrizione comunitaria: come pure violerebbe la prescrizione comunitaria l'eventuale disposizione che il legislatore delegato emanasse in via di supina attuazione dell'intendimento espresso dalla legge delega». Da, A. DOLMETTA, *Il merger leveraged buy out nella legge delega n. 366/2001: la target da spa a srl*, in *Corr. giur.*, n. 2/2002.

di conseguenza su quest'ultima l'intero onere dell'investimento. Qualche dubbio può invece sorgere quando l'acquisizione è posta in essere da un'impresa in avviato funzionamento, dotata quindi di mezzi propri nonché generatrice di autonomi flussi di reddito, la quale, come generalmente accade, finanzia l'acquisizione ricorrendo in misura significativa al mercato del credito. A seguito della fusione il suo patrimonio sarà inscindibilmente legato con quello della società incorporata, in un tutt'unico a presidio degli interessi degli istituti che hanno finanziato l'acquisizione della *target* ed al servizio dei crediti da questi ultimi vantati nei confronti dell'entità risultante dalla fusione.

Si pone quindi il problema di stabilire se operazioni di questo tenore rientrano nella fattispecie regolata dall'articolo in esame che, al primo comma, fa per l'appunto esplicito riferimento a fusioni nelle quali una delle società abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra ed il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso dei debiti.

Nella *ratio* della riforma societaria, l'elemento fondante per giudicare l'applicabilità alla procedura di fusione dell'art. 2501-*bis* non corrisponde quindi al semplice ricorso all'indebitamento da parte dell'acquirente; rileva piuttosto il successivo sostanziale trasferimento di tale debito dall'economia del soggetto acquirente a quella del soggetto acquisito. Certo, quando la società acquirente non è un vuoto veicolo all'uopo costituito, sono verosimilmente ipotizzabili significative incertezze nello stabilire « se » — ed a maggior ragione « in che misura » — il trasferimento di cui trattasi connota e qualifica la fusione, rendendola di conseguenza soggetta agli adempimenti di cui all'art. 2501-*bis*. Il giudizio sull'effettivo verificarsi della condizione traslativa del debito e sui suoi mutevoli e dinamici effetti a carico della società acquisita richiede dunque una complessa ed articolata valutazione da parte degli organi amministrativi delle società fondende. Tale valutazione deve necessariamente basarsi su di un

piano finanziario dell'entità risultante dalla fusione volto a mettere in evidenza la provenienza delle risorse (distinte tra fonti generate dall'acquirente e fonti generate dall'acquisita) destinate, ad aggregazione compiuta, ad estinguere il debito acceso dall'acquirente. Ai fini che qui interessano, il ricorso ai dati previsionali appare pertanto indispensabile, sin dalla fase preliminare dell'operazione, al fine di discernere le fusioni i) che rientrano nella fattispecie in esame, nel qual caso il piano sarà formalizzato (art. 2501-bis) ed allegato alla relazione degli amministratori (art. 2501-quinques), ii) da quelle fusioni che invece non ricadono in tale fattispecie (l'acquirente cioè è in grado di sostenere e ripianare *stand alone* il debito acceso per l'acquisizione), nel qual caso il piano non sarà comunicato all'esterno, restando agli atti delle società interessate all'operazione. Non è detto però che le proiezioni finanziarie della nuova entità post-fusione risolvano definitivamente il problema dell'applicabilità dell'art. 2501-bis, non fosse altro per le possibili letture sottese al primo comma, che, genericamente, tratta di « fusioni tra società una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra e il patrimonio di quest'ultima viene a costituire garanzia generica ecc. », senza meglio specificare la rilevanza quantitativa che si vuole dare al fenomeno in esame. Ma tale specificazione non era e non è neppure possibile perché, alla prova dei fatti, non esistono parametri o soglie (del tipo debito acceso sul totale dell'investimento sostenuto per acquisire il controllo della *target*; fonti di rimborso generate dalla *target* sul totale delle fonti impiegate per il rimborso; patrimonio netto della *target* sul patrimonio totale dell'entità risultante dalla fusione) che, realisticamente, soddisfino l'esigenza di individuare e catalogare con precisione quelle operazioni che, nello spirito del legislatore delegato, devono ricadere nella fattispecie dell'art. 2501-bis. All'inevitabile permanere di tali incertezze potrebbe in futuro fare seguito un'applicazione estensiva della norma: gli organi amministrativi delle società fondende prudentemente

decidono di seguire l'iter previsto dalla norma, anche in casi in cui ciò non sia strettamente necessario, al fine di porsi al riparo da possibili impugnazioni della delibera assembleare di fusione per non aver fornito ai soci tutti gli elementi informativi idonei per consentire loro una ponderata valutazione delle ragioni e delle modalità dell'operazione.

## **2. Gli aspetti qualificanti la nuova norma. —**

**2.1. La sostenibilità finanziaria dell'operazione. —** Da una prima analisi dell'articolo 2501-*bis* c.c. si deduce la profonda attenzione dedicata dal legislatore delegato al profilo della "sostenibilità finanziaria" del MLBO; problematica di fondo che caratterizza le fusioni che rientrano nella fattispecie prevista dalla norma in esame. In questa ottica andrebbero quindi interpretate le già menzionate informazioni supplementari che, ai sensi del 2501-*bis*, devono essere fornite nel progetto di fusione (« le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni » di cui al comma 2) e nella relazione degli amministratori (« un piano economico-finanziario con indicazione delle fonti delle risorse finanziarie ... » di cui al comma 3), nonché le conseguenti verifiche ad opera di soggetti terzi (« la relazione degli esperti attesta la ragionevolezza delle indicazioni ... » di cui al comma 4 e, pare potersi affermare, anche « la relazione della società di revisione » di cui al comma 5 sempre del medesimo articolo).

Accogliendo tale impostazione, secondo la quale gli elementi conoscitivi ed i conseguenti controlli citati nel nuovo articolo si riferiscono specificatamente al profilo finanziario dell'operazione, è possibile risolvere alcuni dubbi che sorgono in merito ai contenuti delle informazioni indicate nel terzo comma del 2501-*bis*. Il riferimento è alle « ragioni che giustificano l'operazione » e alla « descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere » che, qualora interpretate come « ragioni » ed « obiettivi », soggiacenti l'operazione di fusione nel suo complesso, rappresenterebbero di fatto una pleona-

stica richiesta di informazioni che gli amministratori sono già tenuti a fornire nell'ambito delle motivazioni della fusione (« l'organo amministrativo deve predisporre una relazione che illustri e giustifichi, sotto il profilo giuridico ed economico, il progetto di fusione ») richieste dal primo comma del novellato art. 2501-*quinques*. L'auspicato coordinamento della norma applicabile alle fusioni che derivano da LBO nel contesto della disciplina generale delle fusioni porterebbe quindi a sostenere che le informazioni ed i controlli indicati ai commi 2, 3 e 4 dell'art. 2501-*bis* vanno ad aggiungersi, senza sovrapporsi, alle previsioni degli art. 2501-*ter* e seguenti, con la conseguenza che:

*i*) le « ragioni che giustificano l'operazione » (comma 3, art. 2501-*bis*) sono quelle che hanno consigliato di ricorrere alla tecnica del LBO per acquisire una delle due entità interessate dalla fusione, accertato beninteso che, ad aggregazione completata, l'indebitamento potrà essere onorato con le risorse prodotte dalla realtà aziendale acquisita;

*ii*) gli « obiettivi che si intendono raggiungere » (comma 3, art. 2501-*bis*) sono quelli che afferiscono il piano economico finanziario della società risultante dalla fusione, ovvero esprimono i risultati da conseguire (flussi di reddito spendibile, investimenti, disinvestimenti, ecc) per generare risorse finanziarie (già indicate anche nel progetto) in misura idonea al soddisfacimento delle obbligazioni assunte per dare corso al LBO.

**2.2. L'interesse sociale e le ragioni che giustificano l'operazione di LBO.** — Nella loro relazione gli amministratori, oltre alle più svariate motivazioni che stanno alla base dell'aggregazione <sup>(7)</sup> (art. 2501-*quinques*, comma 1),

---

(7) Sarebbe limitante ricondurre le ragioni sottese alle fusioni a quelle di natura meramente « industriale ». Scrive al riguardo Luigi A. Bianchi: « Sul versante empirico sussistono motivazioni diverse da quella di porre in essere una concentrazione vera e propria. Si pensi a fusioni per semplificare e razionalizzare strutture societarie di gruppo, al fine di

dovrebbero pertanto specificare anche le peculiari ragioni che, nell'interesse sociale, giustificano il ricorso alla tecnica del LBO. A ben vedere queste ultime — più specifiche rispetto a quelle richieste dal comma 1 dell'art. 2501-bis — appaiono relativamente semplici da spiegare per la *Newco*, indistintamente se agisce in qualità di incorporante, come di norma accade, o in qualità di incorporata, nel « *reverse merger* ». Mediante la fusione, infatti, la società veicolo è in grado di fare fronte al fabbisogno derivante dall'acquisizione della partecipata utilizzando le risorse da questa prodotte: si tratta di una modalità di acquisizione che oggi, con la riforma del diritto societario, è perfettamente compatibile con l'ordinamento giuridico nazionale.

Il discorso è sicuramente più complesso per gli amministratori della società *target*, sia essa incorporata o incorporante. A prima vista gli effetti economici finanziari direttamente legati all'operazione di LBO posta a monte della fusione si riverberano sull'acquisita con segno negativo: quest'ultima dovrà infatti farsi integralmente o parzialmente carico dell'onere del finanziamento acceso per l'acquisizione. Si tratta di una circostanza difficilmente coniugabile; a prima vista, con l'interesse sociale.

A ben vedere gli studi di finanza aziendale danno una mano per spiegare le ricercate specifiche motivazioni della società *target*. La ratio di una fusione con società fortemente indebitata (la *Newco*) può risiedere infatti nell'opportunità di generare nuovo valore economico per gli azionisti di entrambe le società. Più precisamente, con la fusione è possibile manovrare sul tasso di indebitamento della società ri-

---

ridurne i relativi costi gestionali o amministrativi, oppure per fare affluire più rapidamente alla holding i dividendi distribuiti dalle società controllate operative, per ottenere vantaggi fiscali o, ancora, per eliminare dal mercato un'impresa concorrente. Pur nella loro varietà ed eterogeneità, si tratta di operazioni che non necessariamente perseguono economie di scala o forme di concentrazione ». Da L. BIANCHI, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, Il Sole 24 Ore, 2002, Milano.

sultante dall'unione delle due entità al fine di ricercare una proporzione ottimale tra mezzi propri e di debito<sup>(8)</sup>. Il legame che unisce la struttura finanziaria con il valore economico aziendale è rappresentato dal costo medio ponderato del capitale aziendale (WACC) che, come noto, diminuisce incrementando il rapporto di indebitamento per la minore onerosità del capitale di prestito, a motivo, tra l'altro, della sua deducibilità fiscale, a differenza del capitale azionario. La validità dell'assunto — che per espletare appieno le sue potenzialità presuppone pertanto la presenza, a fusione avvenuta, di un reddito imponibile positivo perché venga attivato lo "scudo fiscale" — non è tuttavia illimitata in quanto, oltre ad un certo livello di indebitamento, a cui è associabile la componente di rischio finanziario, si va inevitabilmente incontro ad un crescente costo del capitale di debito (per effetto dei c.d. « *bankruptcy costs* » o « costi di insolvenza »), che dapprima si allinea e poi supera il costo del capitale azionario, vanificando in ultima analisi i ricercati benefici perseguiti con il debito.

Il fatto è che le ragioni di natura meramente finanziaria forniscono una visione quanto meno riduttiva del fenomeno dei LBO e dei merger che ne seguono. Sarebbe infatti fuorviante porre l'accento in via pressoché esclusiva sulla tecnica di acquisizione della *target* (il ricorso al debito) e sulla ottimizzazione della struttura finanziaria trascurando il più ampio progetto imprenditoriale che, in genere, rappresenta il reale valore aggiunto realizzabile attraverso le operazioni in esame.

L'esperienza insegna che, fatta eccezione per limitati casi (tipicamente aziende sovracapitalizzate generatrici di cassa in esubero rispetto ai propri fabbisogni)<sup>(9)</sup>, nei LBO di

(8) Per inciso, si fa presente come sia possibile giungere a risultati parzialmente analoghi, seppure di minore intensità, ricorrendo a consistenti operazioni di *buy back* delle azioni e/o di distribuzione straordinaria di dividendi e riserve.

(9) La recente operazione di fusione per incorporazione di Auto-

successo l'aspetto finanziario non ha rappresentato il fulcro del progetto imprenditoriale perseguito dai suoi promotori, sebbene abbia indubitabilmente reso possibile l'operazione accrescendone la convenienza. Al riguardo si considerino le operazioni di MLBO, di norma associate ad un ricambio dell'assetto proprietario (v. *infra* § 2.3), che sono destinate a risolvere problemi manageriali in sede di successione generazionale dei soggetti venditori, oppure a consentire una maggiore focalizzazione strategica per talune unità aziendali, che sono state dismesse a basso prezzo da parte di grandi gruppi diversificati perché ritenute estranee al loro « *corporate core business* ». L'esito favorevole dell'operazione è dipeso dalla possibilità di cogliere importanti opportunità per

---

strade S.p.a. in Newco 28 S.p.a. rappresenta un riuscito esempio di crescita del valore economico perseguendo, tra l'altro, un'ottimizzazione della struttura finanziaria del gruppo. Nel progetto di fusione per incorporazione redatto dagli amministratori ai sensi dell'art. 2501-*quater* (2501-*quinques* nel d.lgs. 17 gennaio 2003) sono così illustrate le ragioni di carattere finanziario sottostanti il MLBO: « Il modesto livello di indebitamento, pur in presenza di risultati economici e flussi di cassa che consentirebbero un maggior ricorso al fattore di leva, costituisce una peculiarità di Autostrade S.p.a. rispetto ai principali *competitors*. D'altro canto le valutazioni espresse dal mercato indicano un positivo apprezzamento del maggior indebitamento dei *competitors*, che viene considerato fisiologico, efficiente e connaturato al business autostradale. Tale circostanza ha finora penalizzato il corso del titolo Autostrade, che ha scontato la percezione di una non ottimale struttura delle fonti di finanziamento. La fusione, riequilibrando la struttura finanziaria di Autostrade riallineandola a quella dei maggiori operatori europei, dovrebbe facilitare una migliore valutazione di mercato del titolo. L'adozione di misure volte a far emergere il corretto valore del titolo Autostrade, oltre ad essere di evidente beneficio per gli azionisti, assume particolare valenza strategica alla luce della politica di alleanza che il Gruppo Autostrade può perseguire; tra le modalità di realizzazione di tali alleanze potrebbero infatti rientrare scambi azionari e l'offerta e la sottoscrizione a nuovi partners di titoli Autostrade di nuova emissione con un valore teorico maggiore ».

Si segnala che il mercato borsistico ha valutato favorevolmente la fusione di Autostrade in Newco 28. Nel mese di maggio 2003 il titolo Autostrade ha registrato performance mediamente superiori del 15% rispetto alla quotazione, 10 euro, rilevata il giorno dell'annuncio dell'operazione di fusione per incorporazione in Newco 28.

sviluppare il business e per recuperare nel contempo produttività: trattasi di opportunità sovente presenti in realtà imprenditoriali «rilassate» o «logore». Un'operazione di LBO può dunque essere la chiave di volta per ripensare in profondità un'impostazione strategica non più al passo con l'evoluzione dei tempi; essa, in altri termini, può rappresentare il momento di rottura con il passato e costituire l'occasione per insediare al vertice aziendale una leadership fortemente motivata e sistematicamente tesa a migliorare i risultati aziendali, sollecitata in ciò da un conto economico «irrigidito» dagli oneri derivanti dal finanziamento acceso per l'acquisizione<sup>(10)</sup>.

In sintesi, si può affermare che le ragioni soggiacenti alle operazioni di MLBO trovano di solito risposta nel complessivo progetto imprenditoriale, al cui interno si colloca senza dubbio come componente essenziale anche la tecnica finanziaria a cui si è fatto ricorso per porre in essere le azioni prodromiche alla fusione.

Quanto sin qui esposto deve trovare adeguata ed esauritiva illustrazione nella relazione degli amministratori che, a norma di legge, deve rappresentare le più varie ragioni giuridiche ed economiche sottese alla fusione (primo comma 2501-*quinques*), ivi comprese pertanto quelle che più specificamente qualificano l'operazione in oggetto come MLBO (terzo comma dell'art. 2501-*bis*) e che coerentemente comportano l'applicazione dell'articolo qui in esame. L'impossibilità di tracciare una chiara linea di demarcazione tra le prime e le seconde ragioni (quelle cioè a fondamento della fusione e quelle a sostegno del ricorso al LBO) non pare di per sé una condizione che riduce la completezza e la chiarezza della comunicazione resa dagli amministratori, ai quali non si può chiedere di tenere artificiosamente separate le diverse ragioni (strategiche, organizzative, finanziarie ecc.) che, come

<sup>(10)</sup> Tratto da: *Da manager a imprenditori: esperienze di MBO*, Forum pubblicato su *Economia e Management*, n. 1, 2003.

argomentato, solo viste nel loro complesso possono rendere piena chiarezza sulla validità dell'operazione.

Piuttosto è necessario che, dall'esame della documentazione predisposta dagli amministratori<sup>(11)</sup>, dal perito designato dal tribunale e dalla società di revisione, i destinatari della comunicazione trovino tutti gli elementi informativi idonei a valutare con cognizione di causa gli aspetti positivi e negativi legati alla prospettata operazione e a valutare quindi, in ultima analisi, la compatibilità della fusione con l'interesse aziendale e con gli interessi particolari meritevoli di tutela (azionisti di minoranza, creditori, dipendenti)<sup>(12)</sup>.

**2.3. Il ricambio dell'assetto proprietario come fine meritevole di tutela?** — Quanto sin qui esposto, per tornare al nocciolo del problema, assume particolare rilevanza per la società acquisita (la società « bersaglio ») la quale, a fusione avvenuta, dovrà per forza destinare significativi flussi reddituali e finanziari al fine di coprire, rispettivamente, gli oneri addizionali legati all'indebitamento ed i fabbisogni incrementali connessi alle rate del relativo rimborso. Del resto i sacrifici « certi » della *target* possono trovare una legittimazione economica (a livello d'impresa più che dei suoi soci) solo se letti alla luce dei previsti benefici derivanti dall'integrazione societaria, che viene resa possibile ricorrendo alla leva del debito.

Va da sé che, in assenza di un valido progetto impren-

<sup>(11)</sup> Si segnala per inciso che, qualora si voglia considerare il progetto di fusione *ex art.* 2501-*ter* e la relazione degli amministratori *ex art.* 2501 *quinques* quali « comunicazioni sociali previste dalla legge, dirette ai soci o al pubblico » si potrebbero porre le tematiche interpretative ai fini dell'ipotesi di reato di *False comunicazioni sociali* di cui agli artt. 2621 e 2622 c.c.

<sup>(12)</sup> La presenza di valide ragioni economiche sottostanti il MLBO appare determinante anche ai fini della « liceità fiscale » dell'operazione alla luce della normativa antielusiva (art. 37-*bis* del d.P.R. n. 600/1973). Cfr. Emanuele FUSA, *Leveraged buyout: finalmente nessuna incertezza civilistica, ma quali conseguenze fiscali?*, in *Il Fisco*, 7/2003.

ditoriale sottostante alla fusione, l'interesse sociale della *target* può risultare sacrificato poiché, fatta eccezione per rare esperienze, i costi connessi al mero aspetto finanziario dell'operazione (il maggior debito a fusione avvenuta) sovrastano generalmente i possibili benefici.

Ci si domanda quindi se, in tali frangenti, non sia potenzialmente configurabile un conflitto di interessi, regolamentato dall'art. 2373 c.c., tra l'azionista di controllo della *target* (di fatto l'altra società fondenda) e la *target* medesima e, in prospettiva, un conflitto di interessi tra la società controllata (la *target*) e quella che svolge attività di direzione e coordinamento del gruppo (la *Newco*), ai sensi del novellato art. 2497 c.c. Ci si domanda poi se, pur con tutte le riserve e le cautele del caso, tale potenziale conflitto non possa, in presenza di ulteriori requisiti prescritti dalle disposizioni in commento, sfociare nelle fattispecie previste dai nuovi reati societari di « infedeltà patrimoniale » e di « compimento di operazioni in pregiudizio dei creditori » di cui, rispettivamente, agli artt. 2634 e 2629 c.c., come in seguito meglio argomentato.

Tali considerazioni sono inevitabilmente destinate ad attenuarsi se si accoglie la corrente di pensiero dottrinale che propende per un'interpretazione estensiva delle possibili « utilizzazioni » economiche-giuridiche dell'istituto della fusione, la cui legittimità andrebbe pertanto valutata solo con riguardo all'osservanza delle norme sul procedimento di fusione e sulla correttezza del rapporto di cambio (che, si fa osservare, rappresenta il vero interesse dell'azionista), senza cioè entrare nel merito del fine sotteso all'operazione<sup>(13)</sup>. Le

(13) Per un approfondimento si rinvia ai parr. 1.6.1 e 1.6.3 di, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, di L.A. BIANCHI, *op. cit.*. L'Autore osserva tra l'altro che: « La pretesa di identificare una specifica "causa" della fusione condurrebbe al risultato, che appare inaccettabile sotto il profilo sistematico, non meno che sotto quello pratico, di legittimare forme di controllo da parte dell'Autorità Giudiziaria sulle "motivazioni" della fusione — sia pure negli ambiti ristretti nei quali essa è tut-

motivazioni o ragioni economiche della fusione, insomma il cosiddetto *business purpose*, sarebbero sindacabili soltanto dove previste da esplicite previsioni di legge o regolamentari; ad esempio, si pensi al caso in cui la fusione possa risultare elusiva rispetto agli obblighi di offerta pubblica d'acquisto qualora un soggetto venga a detenere, per effetto di tale operazione, una partecipazione che eccede il 30% del capitale dell'emittente.

Se si assume un'interpretazione estensiva delle « utilizzazioni » della fusione, ne consegue che il ricambio dell'assetto proprietario della *target* a seguito del MLBO è di per sé una ragione economica « lecita » (a prescindere cioè da ogni altra motivazione di carattere imprenditoriale) <sup>(14)</sup>, sem-

---

t'ora legittimata ad intervenire in sede di volontaria giurisdizione dopo la soppressione della c.d. omologa — nonché da parte del notaio chiamato a verificare la conformità di legge. Per ora è sufficiente osservare come un siffatto controllo sarebbe di fatto inattuabile, posto che simili valutazioni non possono venire effettuate a priori. Per loro natura i benefici e i vantaggi che sono attesi dalla fusione richiedono di venire accertati *ex post*, anche alla luce delle circostanze imprevedute ecc.. Un giudizio sulla bontà della fusione non può venire proposto nell'ambito di un giudizio di legittimità, che ha, a tutto concedere, il compito di verificare la regolarità del procedimento di fusione non già, in alcun modo, il merito dell'operazione. Del resto proprio l'estrema opinabilità di un giudizio preventivo sulle motivazioni della fusione è all'origine della scarsa e controversa applicazione della clausola generale antielusiva che, a partire dalla legge n. 408/1990 è contenuta nell'ordinamento tributario in materia di fusione (art. 37-bis del d.P.R. n. 600/1973). Sull'argomento ancora più espliciti A. MORANO e G.P. ZINI, che in, *La nuova disciplina delle fusioni*, in *Le Società*, 1991, scrivono: « L'obbligo di illustrazione delle motivazioni giuridiche ed economiche della fusione non risponderebbero a un fine preciso del legislatore, costituendo piuttosto il disinvolto assorbimento del testo contenuto in una direttiva che era destinata anche ad altri ordinamenti ove, eventualmente, la fusione necessitava, allora, di ben altri supporti tecnici ».

<sup>(14)</sup> Così si è espresso M. BERNARDI nel saggio, *Legittimità delle operazioni di « Lbo »*, in *Diritto e Pratica delle Società*, n. 9, 2003, Il Sole 24 Ore Pirola: « La stessa formulazione dell'art. 2501-bis pare affermare un principio di riconoscimento e di legittimazione della fattispecie che, come tale, viene a prescindere dalle finalità per le quali la fattispecie stessa viene in concreto ad essere utilizzata, fermo restando il limite della necessaria non illiceità delle stesse finalità ».

pre ché non metta a rischio la duratura funzionalità d'impresa e che non leda gli interessi dei soggetti terzi partecipi del destino aziendale (collaboratori, creditori, soci di minoranza). E, concludendo lungo questa linea di pensiero, si mette in luce come il legislatore delegato si sia preoccupato di salvaguardare gli interessi della società *target* e dei suoi *stakeholders* in presenza di operazioni, comunque a rischio, inquadrabili nella fattispecie dei LBO. In quest'ottica il piano economico e finanziario, con la descrizione degli obiettivi da realizzare (terzo comma dell'art. 2501-*bis*), rappresenta l'elemento chiave per valutare se l'operazione di LBO sia nel complesso compatibile con la sana ed ordinata prosecuzione dell'attività aziendale; ovvero se sia conciliabile con l'interesse sociale, da un lato, e con quello dei suoi creditori, dall'altro, i quali vedono nella solvibilità aziendale di medio lungo termine la miglior forma di garanzia dei crediti concessi.

**3. Il piano economico-finanziario previsto dall'art. 2501-*bis* e la sua valutazione. — 3.1. Il c.d. piano industriale.** — Il piano economico finanziario menzionato al terzo comma dell'art. 2501-*bis* costituisce la piattaforma conoscitiva da cui è possibile attingere gli specifici elementi informativi richiesti per assicurare un'adeguata trasparenza alle operazioni di fusione che avvengono a seguito di acquisizione con indebitamento.

Il citato documento è chiamato a:

- i) fornire dapprima un'analitica indicazione delle obbligazioni complessive (debiti finanziari, garanzie prestate dalla *target* e dalla società acquirente ecc.) che risulteranno a carico dell'entità risultante dalla fusione. Il primo riferimento è all'analisi dettagliata, per tipologie di erogazione, del debito assunto dall'acquirente in occasione dell'acquisizione e delle relative condizioni pattuite con gli istituti finanziatori per scadenze, costi, rimborsi, linee di rifinanziamento ecc.;
- ii) indicare quindi le fonti delle risorse finanziarie (*free*

*cash flow*, disinvestimenti, aumenti di capitale ecc.) previste per soddisfare il fabbisogno (rimborso del debito) della nuova società post fusione. Tale indicazione (secondo comma dell'art. 2501-bis) sarà tra l'altro oggetto di specifica comunicazione nel progetto di fusione di cui all'art. 2501-ter;

iii) illustrare compiutamente gli obiettivi intermedi di carattere industriale e finanziario che stanno a fondamento della generazione di risorse nella misura e nei tempi coerenti con i fabbisogni previsti per il rimborso delle obbligazioni di cui al punto i).

Sebbene gli adempimenti informativi previsti dall'art. 2501-bis siano prevalentemente volti al profilo della sostenibilità finanziaria dell'operazione, il documento (il piano economico-finanziario), da unirsi alla relazione redatta dagli amministratori ai sensi dell'art. 2501-quinques e da sottoporre a verifica da parte degli esperti ai sensi dell'artt. 2501-bis e sexies, deve intendersi come un vero e proprio piano strategico (talvolta definito *business plan*), comprensivo quindi sia del piano industriale sia di quello finanziario. Da un punto di vista metodologico, infatti, i due piani sono integrati e complementari tra loro e la costruzione dell'uno non può prescindere dalla costruzione dell'altro. Valgono in merito le seguenti brevi considerazioni.

Il piano industriale alimenta il piano finanziario di input di primaria importanza ed è a sua volta influenzato dalle indicazioni provenienti da quest'ultimo. Il piano industriale fornisce i dati di ricavi, margini, investimenti in capitale circolante e fisso — suddivisi per le aree di affari o business unit — che danno ragione delle fonti (c.d. *free cash flow*) o impieghi (fabbisogni) di risorse finanziarie generate o assorbite dalla gestione caratteristica, cioè in ipotesi di assenza di interventi strutturali sul debito e sui mezzi propri. Si tratta di elementi essenziali per verificare la sostenibilità finanziaria del piano industriale, in sé e per sé considerato, e valutarne la fattibilità alla luce dei vincoli imposti dal piano finanziario in termini sia di struttura finanziaria, ed

oneri associati, sia di mantenimento di risorse disponibili volte a fare fronte al fabbisogno che via via si presenterà per il rimborso dei debiti in scadenza.

Quindi il piano finanziario esercita a sua volta una notevole influenza sul piano industriale, in quanto verifica il suo impatto sulle condizioni di solvibilità a medio lungo termine attestando la sua compatibilità, anche temporale, con la quantità delle risorse disponibili. Alla luce dei vincoli imposti dal piano finanziario si potranno pertanto introdurre correzioni o aggiustamenti del piano industriale (slittamento temporale di investimenti, riduzione dei tassi di crescita dei ricavi, dismissione dei c.d. *surplus asset*) volti a garantire la sostenibilità finanziaria del piano strategico.

Non è questa la sede per approfondire i numerosi e complessi temi legati al piano strategico: nondimeno si rende opportuno richiamare per brevi cenni le principali fasi sottese alla costruzione delle prospettive economiche finanziarie contenute nel piano, al fine di meglio argomentare, nel prosieguo, le rilevanti problematiche applicative aperte dal terzo e soprattutto dal quarto comma dell'art. 2501-*bis*.

Ciò premesso, le risultanze del piano trovano origine nel seguente processo<sup>(15)</sup>:

a) applicazione di un modello rappresentativo del sistema aziendale e indicazione dei collegamenti quali-quantitativi esistenti tra le variabili strategiche e le variabili economico-finanziarie;

b) enunciazione delle principali ipotesi assunte a fondamento delle elaborazioni delle previsioni economiche, patrimoniali e finanziarie ed esplicitazione delle relazioni di causalità da cui dipendono i risultati previsti;

c) compilazione, sulla base delle predette ipotesi, dei prospetti reddituali, patrimoniali e finanziari relativi ai periodi compresi nell'orizzonte temporale considerato dal piano;

d) valutazione dei risultati ottenuti al fine di verificare

---

(15) Da Pietro MAZZOLA, *Il Piano Industriale*, Egea, Milano, 2003.

la sostenibilità finanziaria e la convenienza economica del piano e saggiare la sua credibilità e sensatezza anche mediante un'analisi di sensitività.

**3.2. La ragionevolezza del piano nella letteratura e negli standard professionali.** — L'aspetto della valutazione della « ragionevolezza » del piano economico-finanziario rappresenta l'adempimento informativo più complesso, per molti versi controverso, tra quelli previsti dalla nuova norma del 2501-bis. Del resto è ovvio che « l'attestazione chiesta ad esperti indipendenti sulla ragionevolezza delle indicazioni fornite dagli amministratori » (comma 4) in merito « all'indicazione delle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni risultanti dalla fusione » (comma 2) postula, a monte, una valutazione della sostenibilità finanziaria dell'operazione rappresentata nel piano economico-finanziario e, ancor più a monte, un giudizio sulla ragionevolezza del documento previsionale redatto dagli amministratori delle società fondende.

Ma, cosa vuol dire « valutare la ragionevolezza » di un piano? Come tener conto che si tratta di previsioni comunque soggette al verificarsi di eventi futuri, spesso al di fuori del controllo aziendale, permeate da elementi di incertezza e soggettività? E quali attese informative possono essere ragionevolmente soddisfatte a seguito di un procedimento revisionale di dati prospettici? E con quali responsabilità a carico dei soggetti esterni incaricati dell'esame se, ad esempio, la realtà successiva alla fusione si discosta significativamente dalle prospettive del piano? Esistono infine standard o pratiche professionali a cui ricorrere per valutare la ragionevolezza di un piano?

Come facilmente intuibile il quarto comma dell'art. 2501-bis, sebbene introdotto per assicurare massima trasparenza all'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, si presterà in futuro a suscitare non poche difficoltà interpretative, con immaginabili conseguenze sul

profilo della responsabilità dei soggetti indipendenti chiamati a rilasciare l'attestazione di conforto.

Al riguardo viene in soccorso un recente scritto<sup>(16)</sup>, che si è preoccupato di approfondire il tema della valutazione del piano (ovvero della sua ragionevolezza) secondo i migliori canoni economico-aziendali. Il giudizio sul documento in parola scaturisce dall'osservazione congiunta dei profili nel seguito illustrati.

• *L'attendibilità* del piano. Essa viene intesa, da un lato, con riguardo alla compatibilità di fondo tra le caratteristiche dell'ambiente e le assunzioni recepite a fondamento delle proiezioni reddituali, patrimoniali e finanziarie e, dall'altro, con riguardo alla concordanza interna tra queste ultime. Quanto alla consonanza tra le variabili ambientali e quelle aziendali, si considerino ad esempio i nessi tra le previsioni di crescita del settore e dell'economia in generale e la dinamica del fatturato sviluppata nel piano. Quanto alla concordanza di fondo tra le variabili aziendali, si consideri la implicita coerenza (*trade off*) che deve sempre sussistere tra ipotesi di sviluppo aziendale e ipotesi di andamento dei costi, diretti e indiretti, di realistici miglioramenti nella produttività aziendale, di conseguenti incrementi dei margini e così via discorrendo.

• *La realizzabilità* del piano. Essa viene valutata avendo riguardo al livello di difficoltà insito nel raggiungimento dei principali obiettivi che qualificano il documento previsionale. In questo senso, presentano risultati dall'esito più incerto i piani che prevedono drastici cambiamenti nell'impostazione strategica in atto, a cui fanno peraltro seguito performance da subito lusinghiere a prescindere dall'innovatività della strategia avviata; i piani che fanno perno sull'impiego di un patrimonio di risorse e competenze ancora da sviluppare; i piani, non da ultimo, che assumono elevati

---

<sup>(16)</sup> Si rinvia a p. 187 ss. di *Il Piano Industriale*, di Pietro MAZZOLA, *op. cit.*

ritmi di sviluppo in mercati ancora da esplorare o con prodotti ancora da sperimentare; e così via discorrendo.

• La *visibilità* del piano. Questo termine esprime la percezione dell'esistenza di buone probabilità di realizzare i fondamenti economici del piano. La visibilità dipende, tra l'altro, dalla possibilità di disporre di elementi (quote di mercato consolidate, ordini in portafoglio, qualità ed esperienza del top management, prodotti competitivamente superiori ecc.) che, sin da subito, danno ragione dell'evoluzione prevista nel piano e ne comprovano, in ultima analisi, la concreta realizzabilità.

La verifica della ragionevolezza del piano economico-finanziario richiede quindi un complesso procedimento valutativo che presuppone buona padronanza delle tecniche impiegate dai modelli sistemici aziendali e discreta capacità di giudizio in merito alle principali assunzioni, di impresa e di ambiente, poste a fondamento delle proiezioni economiche del piano.

I principali aspetti problematici sottesi al processo di verifica di piani e programmi aziendali sono stati messi in luce nei principi internazionali di revisione ISA (International Standard Auditing) che, tra l'altro, stabiliscono in dettaglio le procedure da seguire, e le cautele da rispettare, da parte dei soggetti indipendenti incaricati di rilasciare un'opinione professionale sui documenti previsionali. Per quanto riguarda il panorama nazionale, Assirevi ha recentemente circolarizzato la bozza del Documento di ricerca n. 15, che andrà a sostituire i precedenti Documenti di ricerca n. 65 e 66, avente per oggetto il ruolo, le procedure e le responsabilità della società di revisione che, su richiesta dello Sponsor, deve procedere alla verifica dei dati previsionali della società emittente strumenti finanziari ai sensi della lettera d) dell'art. 2.3.4 del Regolamento dei mercati organizzati e gestiti da Borsa Italia S.p.a. <sup>(17)</sup>.

---

(17) La lettera d) del citato Regolamento recita che lo Sponsor « di-

Ciò premesso, nel seguito si farà prioritario riferimento al principio ISA 810 emesso dall'IFAC (International Federation of Accountants), dal titolo « *The Examination of Prospective Financial Information* », destinato a costituire una sorta di guida obbligata (*guidelines*) delle verifiche e degli accertamenti da svolgere prima di rilasciare qualsiasi opinione sui piani economici e finanziari predisposti dalla società che ha conferito l'incarico. In estrema sintesi, le verifiche e gli accertamenti di cui trattasi sono riconducibili ai profili di « attendibilità », « realizzabilità » e « visibilità » del piano, quali in precedenza richiamati, a cui si aggiungono controlli sulla corretta applicazione delle assunzioni nei dati esposti nel piano e sulla conformità dei documenti previsionali (*financial statements*) agli standard previsti nei principi contabili, test sulla accuratezza dei calcoli matematici nonché raccomandazioni sulla competenza e sull'esperienza maturate dal professionista responsabile del lavoro. In nessun caso il documento previsionale può omettere di indicare chiaramente: a) l'enunciazione delle principali ipotesi assunte a fondamento della costruzione dei dati prospettici <sup>(18)</sup> e b) la descrizione dei limiti insiti nella verifica di dati previsionali in vista di una corretta comprensione ed utilizzabilità dell'informativa per i destinatari <sup>(19)</sup>.

chiarà di essersi formato il convincimento che i dati previsionali esibiti dall'emittente, relativi all'esercizio in corso alla data di presentazione della domanda di quotazione, sono stati redatti dopo attento esame documentale delle prospettive economiche e finanziarie dell'emittente e del gruppo ad esso facente capo. Allo scopo lo Sponsor potrà avvalersi di apposita verifica condotta da una società di revisione ».

<sup>(18)</sup> In questo senso si è espressa anche Borsa Italia nel documento « Guida per l'informazione al Mercato ». In particolare, trattando dell'informazione previsionale (Principio n. 6), raccomanda che: « le previsioni siano accompagnate dalla chiara indicazione delle principali ipotesi di base che hanno condotto alla loro formulazione e che, tra le ipotesi principali, l'emittente segnali quelle che riguardano fattori al di fuori del proprio controllo ».

<sup>(19)</sup> Si legge al riguardo nella Section 301, Financial Forecasts and Projections, degli U.S. Auditing Standards redatti dall'AICPA (American

Nei principi internazionali è attribuita grande rilevanza al testo dell'attestazione rilasciata dal revisore ad esito del suo mandato; testo che è stato studiato nei minimi dettagli ed a cui ci si raccomanda di attenersi fedelmente al fine di comunicare con chiarezza la valenza informativa dell'indagine svolta ed i sottostanti limiti, da tener ben presenti per un consapevole utilizzo dei risultati previsionali. In particolare l'attestazione è tenuta a mettere in risalto i seguenti punti qualificanti:

a) individuazione dei piani aziendali oggetto di esame da parte del revisore indipendente e precisazione che i medesimi sono stati predisposti dagli organi amministrativi aziendali, a cui compete la responsabilità per la redazione dei piani e per le ipotesi formulate;

b) dichiarazione che l'esame svolto dal revisore indipendente ha uno scopo limitato e in nessun caso può essere inteso come giudizio professionale o altra sorta di opinione espressa a garanzia dei dati previsionali e delle assunzioni poste a fondamento dei medesimi;

c) «*caveat*» in merito al fatto che i risultati indicati nei piani aziendali potrebbero non realizzarsi;

d) esplicita avvertenza che il revisore indipendente non si assume alcuna responsabilità per eventi o altre circostanze negative che potrebbero manifestarsi successivamente al rilascio del rapporto.

Le cautele e le riserve espresse da tale attestazione rispecchiano dunque il particolare significato assunto dal concetto di materialità applicato ai piani previsionali. La materialità va valutata con riguardo al *range* di possibili impre-

---

Institute of Certified Public Accountants): «The summary of significant assumptions is essential to the reader's understating of prospective financial statement. Accordingly, the practitioner should not compile prospective financial statements that exclude disclosure of the summary of significant assumptions. Also, the practitioner should not compile a financial projection that excludes either (a) an identification of the hypothetical assumptions or (b) a description of the limitations on the usefulness of the presentation».

cisioni/errori a cui è inevitabilmente soggetta la comunicazione: va da sé che i destinatari dell'informativa previsionale (relativa cioè ad accadimenti non ancora compiuti) non possono attendersi un livello di precisione o attendibilità assimilabile a quello proprio dall'informativa consuntiva (relativa cioè ad accadimenti compiuti). I descritti limiti si accentuano ovviamente via via che si estende l'orizzonte temporale di previsione esplicitata nel piano: gli standard professionali raccomandano, pertanto, di non esprimere opinione di sorta su prospettive economiche finanziarie che superano il quinquennio, a motivo delle crescenti incertezze legate all'imprevedibile evoluzione a cui sono soggette nel medio e lungo termine le principali variabili di impresa e di ambiente. Tale raccomandazione, condivisibile in ottica aziendale, è peraltro sovente in contrasto con la durata dei piani finanziari sottostanti alle operazioni di LBO, che di norma riflettono tempi di rientro del debito acceso per acquisire la *target* che vanno ben oltre i cinque anni.

Il problema di fondo sin qui emerso è dunque quello di conciliare la valenza informativa della comunicazione previsionale con l'esigenza formulata dal legislatore delegato di fornire, ai soci e ai terzi delle società fondende, la più ampia ed esauriente *disclosure* sulla operazione di MLBO proposta dagli amministratori. In questo senso l'efficacia dell'adempimento informativo previsto al quarto comma dell'art. 2501-*bis* è comunque relativa, e non potrebbe essere altrimenti.

Per quanto sin qui osservato, si può concludere che dalle procedure di controllo esterno del piano economico finanziario è realistico attendersi una verifica volta ad accertare che le assunzioni a fondamento delle elaborazioni quantitative siano enunciate con chiarezza, che esse non siano manifestamente incongrue o irragionevoli<sup>(20)</sup>, che siano in-

---

<sup>(20)</sup> Secondo il citato Documento di ricerca Assirevi n. 15 la società di revisione accerta al riguardo « ... di non essere venuta a conoscenza di

dicati i principali eventi al di fuori del controllo aziendale che potrebbero condizionare i risultati prospettici e che sia stata verificata la coerenza di fondo del piano economico finanziario con le sopramenzionate assunzioni. Si tratta quindi di procedure di controllo esterno che non eliminano o riducono la possibilità di scostamenti, anche significativi, tra le indicazioni emerse dal piano (valori preventivati) e le performance effettivamente realizzate (valori consuntivati) « a causa dell'aleatorietà connessa alla realizzazione di qualsiasi evento futuro, sia per quanto concerne il concretizzarsi dell'accadimento sia per quanto riguarda la misura della sua manifestazione »<sup>(21)</sup>.

Questi sono pertanto gli elementi per valutare correttamente la diligenza e la professionalità della prestazione resa dall'esperto nel redigere la propria opinione ai sensi del quarto comma dell'art. 2501-bis; questi sono nel medesimo tempo gli elementi a cui deve rifarsi la giurisprudenza per valutare se vi sono state inadempienze da parte dell'esperto nello svolgimento dell'incarico affidatogli<sup>(22)</sup>.

La responsabilità del perito è pertanto declinabile con specifico riguardo al grado di conformità dell'indagine svolta con le linee guida (*guidelines*) enunciate nei principi e negli standard professionali di generale accettazione emessi in

---

fatti che, allo stato attuale, fanno ritenere che le ipotesi e gli elementi utilizzati per la formulazione del piano non forniscano una base ragionevole per la predisposizione dello stesso».

<sup>(21)</sup> Da Documento di ricerca Assirevi n. 15.

<sup>(22)</sup> Scrive in proposito M. BERNARDI, *La legittimità delle operazioni di LBO*, op. cit., « Poiché non pare plausibile che la norma abbia inteso rendere gli esperti nominati dal Tribunale partecipi (e conseguentemente responsabili) delle valutazioni, necessariamente di tipo imprenditoriale, poste dagli amministratori a fondamento del piano economico finanziario illustrante tra l'altro le risorse previste per il soddisfacimento delle obbligazioni, può ritenersi che l'attestazione di ragionevolezza richiesta a tali esperti debba limitarsi ad una sostanziale valutazione dei criteri di prudenzialità ai quali gli amministratori si siano o meno attenuti nella formulazione del predetto piano, con facoltà dunque di stigmatizzare l'eventuale palese improbabilità di realizzazione delle previsioni poste a fondamento del piano stesso ».

materia di controllo dei dati previsionali. Le difficoltà, sempre in agguato, che si potrebbero manifestare in futuro e che potrebbero impedire il raggiungimento degli obiettivi del piano (nei casi più gravi generare l'insuccesso dell'operazione) non possono in quanto tali essere considerate, a distanza di anni, alla stregua di univoci elementi probanti la responsabilità dell'esperto<sup>(23)</sup>, il quale cioè non avrebbe evitato quei danni che non si sarebbero prodotti se solo avesse diligentemente e professionalmente controllato le indicazioni fornite dagli amministratori sulla sostenibilità finanziaria del MLBO. Per quanto sin qui affermato, sussiste perciò il rischio che eccessive attese riposte nella capacità predittiva del lavoro svolto dall'esperto (quarto comma dell'art. 2501-*bis*) possano in prospettiva fare scattare pericolosi ed ingiustificati ricorsi alla disciplina sanzionatoria prevista al sesto comma dell'art. 2501-*sexies*<sup>(24)</sup>.

#### 4. La relazione della società di revisione. —

**4.1. Il soggetto abilitato a redigere la relazione. —** Il quinto comma dell'art. 2501-*bis* solleva non poche difficoltà interpretative; difficoltà per ora solo segnalate in attesa che commentatori più autorevoli siano in grado di risolvere i dubbi applicativi suscitati dal dettato dell'articolo.

Prima ancora di entrare nel merito dei contenuti della relazione prevista a cura della società di revisione — essendo al riguardo intuitivamente ravvisabile una possibile duplicazione dell'attività di verifica affidata all'esperto ai sensi del quarto comma dello stesso articolo (v. *infra* § 4.2) — si pone sin da subito il problema di individuare la figura del « revisore » abilitato a redigere la relazione nonché, ancor più a monte, quello dell'obbligatorietà della predetta relazione in tutte le fusioni che ricadono sotto l'art. 2501-*bis*.

<sup>(23)</sup> Sull'argomento si rinvia al successivo par. 5.

<sup>(24)</sup> « L'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi. Si applicano le disposizioni dell'art. 64 del codice di procedura civile ».

Da una prima analisi del quinto comma, che prevede tra i documenti da sottoporre ai soci una relazione redatta dalla società di revisione incaricata della revisione obbligatoria di una delle due società interessate alla fusione, sembra emergere un « vuoto » applicativo nei casi in cui l'incorporante e l'incorporata si avvalgono di un revisore « unico » iscritto nell'apposito albo (in luogo cioè di una società di revisione), o, a maggior ragione, nei casi in cui le due società fondende, non tenute a redigere il consolidato, non ricorrono neppure al revisore esterno, delegando il controllo contabile al collegio sindacale. Ovviamente questo « vuoto » normativo condurrebbe, a seconda delle diverse fattispecie previste nell'art. 2409-bis (incarico affidato a società di revisione, revisore unico, collegio sindacale), a differenziare sensibilmente gli adempimenti informativi previsti a corredo dell'operazione di fusione, con ovvie ripercussioni sulla completezza degli elementi di valutazione e di controllo a disposizione dei soggetti interessati all'operazione.

Del resto, non pare del tutto convincente neppure una lettura della norma secondo la quale il mancato riferimento al singolo revisore (o al collegio sindacale) sia ascrivibile ad un'eccessiva sintesi del legislatore delegato (si veda, invece, il livello di dettaglio in tema di definizione degli esperti elencato al terzo comma del 2501-sexies), sicché si potrebbe colmare il « vuoto » normativo affidando comunque al soggetto incaricato del controllo contabile (sia esso revisore unico o collegio sindacale) anche il compito di redigere la relazione da allegare al progetto di fusione, agli effetti del citato quinto comma dell'art. 2501-bis.

Una diversa chiave interpretativa muove da un possibile distinguo tra la nozione di revisione contabile obbligatoria e quella di controllo contabile: la prima qualificherebbe la specifica attività (di revisione) prevista per le società quotate ai sensi dell'art. 155 e ss. del d.lgs. n. 58/1998; la seconda qualificherebbe la più generale attività (di revisione) prevista ai sensi dell'art. 2409-bis per tutte le altre società

che sono soggette al diritto « comune ». Ora, se si considera che l'art. 2501-bis si riferisce testualmente alla prima specifica attività di revisione (e non di controllo contabile) e che la stessa, per quanto detto, può essere esercitata solo da società iscritte nell'albo speciale tenuto dalla CONSOB (art. 161 d.lgs. n. 58/1998), si potrebbe concludere che i soggetti chiamati a redigere la relazione prevista al quinto comma dell'articolo 2501-bis debbono necessariamente essere società di revisione abilitate alla revisione contabile delle società quotate. Da qui il mancato richiamo del legislatore delegato alla possibilità di ricorrere a diverso « revisore ».

L'ipotesi di lavoro qui introdotta troverebbe tra l'altro implicita conferma nei primi commenti al punto d) dell'art. 7 della legge n. 366/2001, che sono stati diffusi e discussi in ambiti allargati nella primavera del 2002 e che hanno verosimilmente offerto spunti propedeutici di riflessione ai lavori della Commissione incaricata della stesura dell'art. 2501-bis per conto del legislatore delegato<sup>(25)</sup>.

---

<sup>(25)</sup> Tra le diverse proposte formulate, si riporta quella presentata da AIFI nel convegno svoltosi a Milano, il 7 maggio 2002. Si possono osservare le notevoli similitudini tra tale proposta ed il testo dell'art. 2501-bis licenziato dal legislatore delegato.

*« Il complesso delle operazioni di carattere societario-finanziario finalizzate all'acquisto di partecipazioni, totalitarie o di controllo, di una società obiettivo, anche mediante il ricorso da parte dell'acquirente al capitale di debito, realizzantesi in un'operazione di fusione tra l'acquirente che abbia contratto debiti per acquisire il controllo della società obiettivo e quest'ultima, è consentito anche in deroga al disposto degli artt. 2357, 2358, 2391, 1° comma, 2394, 1° comma e 2483 del codice civile, a condizione che:*

*a) il progetto di fusione di cui all'art. 2501-bis contenga un piano economico e finanziario redatto dagli amministratori delle società partecipanti alla fusione con descrizione delle strategie e degli obiettivi; detto piano deve contenere altresì l'indicazione dei flussi di cassa ragionevolmente prevedibili, al fine di assicurare il regolare soddisfacimento delle obbligazioni della società che risulterà dalla fusione;*

*b) al progetto di fusione sia allegata apposita relazione dei sindaci attestante la ragionevolezza del medesimo piano e detta ragionevolezza sia anche attestata dagli esperti nella relazione prevista dall'art. 2501-quinquies;*

Se si condivide tale impostazione, occorre poi ragionare tenendo distinto il caso in cui le operazioni di MLBO interessano società quotate (di norma la *target*) da quello in cui le società fondende siano soggette al diritto comune. Quanto alle società quotate, si pone anzitutto il problema della sostanziale sovrapposizione dei commi quarto e quinto dell'art. 2501-*bis* qualora — in forza della facoltà prevista dal quarto comma dell'art. 158, d.lgs. n. 58/1998 <sup>(26)</sup> — la società incaricata della revisione contabile obbligatoria agisca anche quale esperto ai sensi dell'art. 2501-*quinques* ora *sexies*. Lo stesso soggetto sarebbe infatti chiamato in qualità di esperto, ai sensi del novellato art. 2501-*sexies*, ad « attestare » (ex comma 4 dell'art. 2501-*bis*) « la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione » in merito « alle fonti finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione » e sarebbe nel contempo chiamato, questa volta però come società incaricata della revisione contabile obbligatoria, a redigere (ex quinto comma dell'art. 2501-*bis*) « la relazione da allegare al progetto di fusione »; relazione che, per quanto argomentato nel prosieguo, non può che avere per oggetto l'esame del piano economico-finanziario, ovvero il medesimo documento da cui sono attinte le indicazioni sulla fattibilità finanziaria, riepilogate poi per sintesi nel progetto di fusione. Va da sé che la relazione richiamata al quinto comma

---

c) al progetto sia allegata relazione della società di revisione annualmente incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente, ovvero, in assenza, di altra società di revisione iscritta all'albo di cui all'articolo 161 del d.lgs. n. 58/1998 nominata da una delle società partecipanti alla fusione, attestante la ragionevolezza del piano medesimo.

Alla società di revisione si applicano il terzo e quarto comma dell'articolo 2501-*quinquies* c.c. ».

<sup>(26)</sup> Così recita il quarto comma dell'art. 158 del d.lgs. 58/1998 (TUF): « La società incaricata della revisione contabile di più di una delle società partecipanti a una fusione o a una scissione può redigere la redazione del parere sulla congruità del rapporto di cambio esclusivamente per una delle società partecipanti ».

audit» (27). Tale interpretazione è inoltre perfettamente in linea con il dettato del terzo comma del novellato art. 2501-*sexies*, che, dopo aver richiamato la designazione da parte del Presidente del Tribunale, dispone che «se la società è quotata su mercati regolamentati, l'esperto è scelto tra le società di revisione», senza cioè alcun rinvio alla facoltà di «duplice incarico» concessa dal quarto comma dell'art. 158 del TUF.

Le difficoltà interpretative aumentano considerevolmente quando si passa alle società soggette al diritto comune, per l'ovvio fatto che l'attività di revisione dei bilanci non è necessariamente svolta da un revisore iscritto all'albo speciale tenuto dalla CONSOB. Si pone pertanto il problema di stabilire se le società fondende: *i*) devono comunque ricorrere ad un soggetto abilitato nel senso dianzi precisato, ancorché l'attività di controllo contabile annuale sia affidata ad altro revisore o al collegio sindacale o, in alternativa, *ii*) se per esse viene meno l'obbligo di accompagnare la documentazione predisposta dagli amministratori da una seconda relazione «esterna», in aggiunta cioè a quella già affidata all'esperto nominato ai sensi del terzo comma dell'art. 2501-*sexies* integrato dal quarto comma dell'art. 2501-*bis*.

A sostegno della prima tesi, oltre alle considerazioni già formulate trattando la lettura combinata dei commi quarto e quinto dell'art. 2501-*bis*, vale il riferimento ai già menzionati commenti di approfondimento dell'art. 7, punto *d*), della legge delega n. 366 del 3 ottobre 2001: commenti che si erano infatti espressi prevedendo comunque la produzione di un parere redatto da un revisore iscritto all'albo CONSOB, ancorché diverso dal soggetto incaricato del controllo contabile *ex art.* 2409-*bis*.

Nondimeno si segnala come la principale differenza emergente dal confronto tra la bozza di studio circolata nella

(27) Luigi A. BIANCHI, cap. 4.15 di, *La congruità del rapporto di cambio nella fusione*, cit.

primavera del 2002, richiamata in nota 25 ed alla quale si rinvia, ed il quinto comma dell'art. 2501-*bis* risieda per l'appunto nella mancata esplicita previsione, nel testo definitivo della norma, dell'ipotesi in discussione: vale a dire prevedere che, in « assenza della società di revisione annualmente incaricata della revisione contabile », il compito di redigere la relazione sia affidato « ad un'altra società di revisione iscritta all'albo di cui all'art. 161 del d.lgs. n. 58/1998 ... ».

Passando alla seconda tesi (esenzione per le società non quotate della relazione del revisore), si può osservare come la scelta del legislatore delegato di ignorare l'ipotesi di « assenza della società di revisione » risponderebbe alla *ratio* di non richiedere l'applicazione del quinto comma dell'art. 2501-*bis* quando le operazioni di fusione interessano società soggette al diritto comune. Il carattere di società emittente titoli offerti sul mercato diverrebbe pertanto l'elemento discriminante per pretendere anche la relazione della società di revisione incaricata della revisione contabile obbligatoria. In caso contrario, non si comprenderebbe perché le altre società, quelle cioè soggette al diritto comune, abbiano o meno il dovere di allegare la relazione della società di revisione a seconda che l'incarico di svolgere il controllo contabile sia stato in precedenza affidato ad un soggetto iscritto anche all'albo CONSOB, piuttosto che ad un altro revisore iscritto al solo Albo istituito presso il Ministero di Grazia e Giustizia.

L'ulteriore attività di verifica sul MLBO da parte di un soggetto esterno qualificato (la società di revisione) sarebbe pertanto conseguenza dello *status* delle società partecipanti alla fusione; *status* che suggerisce un più pressante (duplice) controllo garantistico sui termini dell'operazione per l'elevata diffusione degli interessi da tutelare (*in primis* il mercato) che gravitano attorno alle società che fanno ricorso al pubblico risparmio.

L'esenzione applicativa del quinto comma dell'art. 2501-*bis* nelle fusioni tra società non quotate priverebbe di conseguenza i soci ed i terzi di un ulteriore elemento di con-

trollo sull'informativa resa dagli amministratori in merito all'operazione. È peraltro singolare che il legislatore delegato — considerata la rischiosità finanziaria presente nelle fusioni con società indebitate ed i connessi profili di responsabilità a carico degli organi societari — non abbia previsto alcun specifico adempimento informativo da parte del collegio sindacale: una relazione cioè da produrre in sostituzione di quella della società di revisione che, in questa seconda ipotesi di lavoro, sarebbe per l'appunto obbligatoria solo per le fusioni tra società quotate.

**4.2. Il contenuto della relazione.** — Sono già stati anticipati i dubbi applicativi suscitati dal quinto comma della nuova norma con riguardo ai contenuti della relazione della società di revisione da allegare al progetto di fusione e, di conseguenza, anche sulla natura stessa dell'attività di controllo demandata a questo soggetto. A tal proposito si segnala sin da subito l'indeterminatezza del testo del quinto comma dell'art. 2501-bis, che, genericamente, parla di « relazione », senza altro aggiungere. Di nessun aiuto viene la Relazione illustrativa del d.lgs. 17 gennaio 2003 che, con riguardo alle modalità attuative della norma, si limita con estrema sinteticità ad affermare che « sono state indicate le condizioni cui dette fusioni (da LBO) devono sottostare (art. 2501-bis) ».

Ora, se il legislatore delegato ha inteso indirizzare l'attenzione del revisore all'aspetto della sostenibilità finanziaria dell'operazione, pertanto all'esame del piano economico-finanziario illustrato nella relazione degli amministratori, si ravvede con immediatezza, come già osservato, una sovrapposizione con l'attività dell'esperto che, ai sensi del quarto comma dello stesso articolo, è esplicitamente incaricato di « attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione », con particolare attenzione « alle risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione ».

A parere di chi scrive tale ovvia duplicazione potrebbe non escludere a priori una previsione di doppio controllo da parte di soggetti diversi sull'aspetto più delicato del MLBO, tenuto conto altresì delle oggettive difficoltà insite nell'esprimere un parere sui dati previsionali e, di conseguenza, formulare un'opinione sulla ragionevolezza delle indicazioni che forniscono. Del resto non sarebbe neppure agevole indicare altri compiti a carico della società di revisione, non fosse altro perché non si intravedono significative aree di indagine rimaste « scoperte », di conseguenza meritevoli di un supplemento di analisi da parte della società di revisione. Non lo sono di certo i bilanci delle società partecipanti alla fusione (art. 2501-*septies*); essi sono già stati oggetto di esame nell'ambito dell'ordinaria attività di controllo annuale dei conti (art. 2409-*bis*) e la loro conformità è già stata attestata da un'apposita relazione (art. 2409-*ter*) rilasciata da un revisore iscritto nell'apposito Albo. Un nuovo esame di tali documenti contabili appare invero pleonastico e, soprattutto, di scarsa o nulla utilità al fine di rafforzare ed ampliare gli elementi conoscitivi idonei a valutare rischi ed opportunità legati alle operazioni di fusioni che ricadono nella fattispecie regolata dall'art. 2501-*bis*.

Non vi è neppure alcun plausibile riferimento ad una possibile attività di audit della situazione patrimoniale di fusione, la quale, tra l'altro, coincide sovente con l'ultimo bilancio approvato e revisionato (art. 2501-*quater* c.c.), sicché valgono comunque le considerazioni in merito all'efficacia informativa di tale adempimento.

Rimarrebbe da ultima l'ipotesi, la più semplice, che la relazione della società di revisione da allegare al progetto di fusione sia la medesima emessa in sede di esame dell'ultimo bilancio approvato. Poiché tale relazione deve comunque essere depositata nella sede delle società partecipanti alla fusione durante i trenta giorni che precedono la delibera (art. 2501-*septies* c.c.), la sua ulteriore produzione in allegato al progetto di fusione non costituirebbe di certo un nuovo ele-

mento informativo per l'esperto e per i soci che partecipano all'assemblea. E poi la lettera del quinto comma dell'art. 2501-*bis* pare inconciliabile con questa interpretazione, atteso che in presenza di due società fondende (quindi di due bilanci oggetto di informativa) si fa riferimento ad un'"unica" relazione, redatta per giunta da un'"unica società di revisione" (quella « incaricata della revisione contabile obbligatoria della società obiettivo o della società acquirente »).

Ed è proprio l'esplicito richiamo ad un'unica società di revisione a rafforzare l'ipotesi che quest'ultima deve svolgere il suo esame con riguardo alle proiezioni economiche dell'entità risultante dalla fusione e che su tali proiezioni la società di revisione debba di conseguenza riferire nella sua relazione. Detta interpretazione del quinto comma è del resto coerente con tutto lo spirito dell'articolo 2501-*bis* che, nell'ambito della disciplina generale delle fusioni, è volto specificatamente a trattare le specifiche problematiche, *in primis* di fattibilità finanziaria, sottese alle operazioni di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento.

Avendo infine riguardo alla disciplina del penale societario tratteggiata al paragrafo successivo, si potrebbe in via teorica porre il problema della ricorribilità del reato di falsità nelle relazioni o comunicazioni della società di revisione, di cui all'art. 2624 c.c.<sup>(28)</sup>, anche con riferimento al giudizio sul piano economico-finanziario emesso in adempimento del quinto comma dell'art. 2501-*bis*. La relazione prevista nel ci-

---

(28) Così l'art. 2624 c.c.: « I responsabili della revisione i quali, al fine di conseguire per sé o altri un ingiusto profitto, nelle relazioni o in altre comunicazioni, con la consapevolezza della falsità e con l'intenzione di ingannare i destinatari delle comunicazioni, attestano il falso o occultano informazioni concernenti la situazione patrimoniale o finanziaria della società, ente o soggetto sottoposto a revisione, in modo idoneo a indurre in errore i destinatari della comunicazione sulla predetta situazione; sono puniti, se la condotta non ha cagionato un danno patrimoniale, con l'arresto fino ad un anno. Se la condotta di cui al primo comma ha cagionato un danno patrimoniale ai destinatari, la pena della reclusione è da uno a quattro anni.

tato comma potrebbe infatti rientrare — con un'interpretazione neppure troppo estensiva (cioè nelle « altre comunicazioni » menzionate nel testo dell'art. 2624 c.c.)<sup>(29)</sup> — tra i documenti che sono veicolo di falsità da parte della società di revisione « al fine di indurre in errore i destinatari delle comunicazioni sulla situazione patrimoniale, economica o finanziaria dell'impresa » risultante dalla fusione. Certo è che, nella fattispecie in esame, le oggettive incertezze insite nel carattere previsionale dei dati sottoposti all'esame della società di revisione comporterebbero, a carico di quest'ultima, un profilo di responsabilità davvero inaccettabile qualora, a fronte di successive difficoltà dell'impresa risultante dalla fusione, la giurisprudenza ritenesse condotta penalmente rilevante quella di avere valutato favorevolmente il piano, ovvero aver omesso la reale situazione dell'impresa che, a consuntivo, si è mostrata assai diversa da quella presentata dagli amministratori nel progetto di fusione e nella documentazione a corredo.

**5. Il LBO e i nuovi reati societari. — 5.1 Gli articoli 2628, 2629 e 2634 c.c.** — La chiara presa di posizione del legislatore delegato sulla liceità delle operazioni di LBO interessa ovviamente anche il profilo delle responsabilità penali previste dai c.d. nuovi reati societari, introdotti dal d.lgs. 11 aprile 2002 in attuazione della legge 3 ottobre 2001, n. 366 (segnatamente dell'art. 11).

<sup>(29)</sup> Così scrive Luigi Domenico CERQUA commentando la norma in esame: « È da ritenersi che nell'ambito delle relazioni, intese in senso ampio, possano rientrare pure tutti i rapporti e giudizi motivati espressi dalla società di revisione: si pensi alla congruità del prezzo delle azioni emesse in caso di aumento o limitazione del diritto di opzione o alla relazione emessa all'esito del controllo delle stime dei conferimenti in natura in sede di aumento di capitale ecc. » in *Commentario al decreto legislativo 11 aprile 2002*, n. 61 a cura di A. LANZI e A. CADOPPI. Per un approfondimento si rinvia anche a A. ALESSANDRI, *False comunicazioni sociali in danno dei soci o dei creditori*, in AA.VV., *Il nuovo diritto penale delle società*, Milano, 2003.

In questo senso viene meno ogni possibile dubbio sulla presunta violazione del divieto di acquisto e sottoscrizione di azioni proprie di cui agli art. 2357 ss. c.c. (dubbi peraltro già superati dalla giurisprudenza dominante, v. *supra* § 1.1.) e, di conseguenza, non si configura il reato per illecite operazioni sulle azioni proprie o su quelle delle controllate, di cui all'art. 2628 c.c.<sup>(30)</sup>. La norma in parola, nel punire « Gli amministratori che, fuori dai casi consentiti dalla legge, acquistano o sottoscrivono azioni o quote sociali, cagionando una lesione all'integrità del capitale sociale », esclude di fatto dalla fattispecie di reato le operazioni di LBO, in quanto espressamente disciplinate per legge a seguito della riforma societaria. La conformità dell'operazione di fusione alle disposizioni ed agli adempimenti previsti dall'art. 2501-bis, sempreché accertata<sup>(31)</sup>, fa sì che non sia ravvisabile alcuna responsabilità penale degli amministratori delle società fondende nella prospettiva dell'art. 2628 c.c.

I primi commentatori della normativa<sup>(32)</sup> hanno peraltro messo in luce un possibile assoggettamento delle opera-

<sup>(30)</sup> Così l'art. 2628 c.c.: « Gli amministratori che, fuori dai casi consentiti dalla legge, acquistano o sottoscrivono azioni o quote sociali, cagionando una lesione all'integrità del capitale sociale o delle riserve non distribuibili per legge, sono puniti con la reclusione fino ad un anno. La stessa pena si applica agli amministratori che, fuori dai casi consentiti dalla legge, acquistano o sottoscrivono azioni o quote emesse dalla società controllante, cagionando una lesione del capitale sociale o delle riserve non distribuibili per legge. Se il capitale sociale o le riserve sono costituite prima del termine previsto per l'approvazione del bilancio relativo all'esercizio in relazione al quale è stata posta in essere la condotta, il reato è estinto ».

<sup>(31)</sup> In altre parole, si formula l'ipotesi di realizzare comunque la « violazione » perseguita dall'art. 2628 c.c. quando l'operazione di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è stata portata a compimento omettendo dolosamente uno o più degli adempimenti richiesti dall'art. 2501-bis.

<sup>(32)</sup> Cfr. G. IANNACONE, *Le operazioni di MLBO e la (nuova) normativa penale e fallimentare*, in Atti del Convegno promosso da AIFI il 7 maggio 2002; L. TOSATO in, *I nuovi reati societari (Commentario al decreto legislativo 11 aprile 2002, n. 61)*, a cura di A. LANZI e A. CADOPPI, Cedam, Padova, 2002 e F. MUCCIARELLI, *La tutela penale del capitale e delle riserve*

zioni di LBO alle fattispecie di reato indicate nell'art. 2629 c.c., *Operazioni in pregiudizio dei creditori*, e nell'art. 2634 c.c., *Infedeltà patrimoniale*.

La prima norma<sup>(33)</sup> è volta a tutelare i creditori sociali assicurando l'effettività e l'integrità del capitale sociale in relazione ad operazioni di finanza straordinaria, *in primis* la fusione, che, per natura e soprattutto per gli effetti giuridici indotti (si pensi all'irreversibile integrazione in un tutt'uno dei patrimoni delle società fondende)<sup>(34)</sup>, possono costituire un serio pericolo per le aspettative dei creditori medesimi. Sono evidenti le similitudini con le operazioni di LBO: la condotta potenzialmente lesiva riguarda l'integrità del patrimonio della *target* — il bene giuridicamente protetto a garanzia dei diritti dei suoi creditori — che viene intaccato a seguito della traslazione del debito acceso dalla *Newco* per finanziare l'acquisizione. Peraltro, per configurare il reato non basta l'astratta idoneità dell'evento a violare i diritti a tutela dei creditori, in quanto sono penalmente rilevanti solo le condotte (nel caso di specie le fusioni) che hanno effettivamente cagionato un danno patrimoniale ai creditori<sup>(35)</sup>. Il danno è infatti previsto come evento del reato legato alla condotta da un nesso di casualità.

Gli amministratori — nel progetto, nella relazione, nel piano economico finanziario e in genere in tutta la documen-

---

*obbligatorie per legge*, in AA.VV., *Il nuovo diritto penale delle società*, a cura di A. ALESSANDRI, *op. cit.*

<sup>(33)</sup> Così l'art. 2629 c.c.: « Gli amministratori che, in violazione alle disposizioni di legge a tutela dei creditori, effettuano riduzioni del capitale sociale o fusioni con altre società o scissioni, cagionando danno ai creditori, sono puniti a querela della persona offesa, con la reclusione da sei mesi a tre anni, il risarcimento del danno ai creditori prima del giudizio estingue il reato ».

<sup>(34)</sup> Ai sensi dell'art. 2504-bis c.c., la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono infatti tutte le obbligazioni delle società estinte.

<sup>(35)</sup> Per un approfondimento si rinvia al commento dell'art. 2629 c.c. di Carlo NOGERINO, *I nuovi reati societari*, a cura di A. LANZI e A. CADOPPI, *cit.*

tazione a corredo della decisione di fusione — devono pertanto dare atto che l'operazione è finanziariamente sostenibile, fornendo con ciò prova che non stati posti in essere comportamenti in possibile violazione delle prescrizioni di legge poste a tutela dei creditori sociali.

Si rammenta inoltre che il reato è perseguibile solo su querela da parte dei creditori e, decorso il breve termine (tre mesi dalla conoscenza del fatto delittuoso) e in mancanza di querela, non si potrà procedere penalmente d'ufficio. Se la querela viene presentata, ma successivamente rimessa, il reato si estingue. Da ultimo, il risarcimento del danno prima del giudizio estingue comunque il reato.

Altre incertezze sui MLBO derivano dalla possibile applicazione dell'art. 2634 c.c. che, al primo comma, punisce « Gli amministratori ... che, avendo un interesse in conflitto con quello della società, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiustificato profitto o altro vantaggio, compiono o concorrono a deliberare atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale »<sup>(36)</sup>.

Il nucleo attorno a cui ruota l'intera fattispecie del reato è rappresentato dall'interesse in conflitto con quello della società: situazione peraltro già affrontata al precedente paragrafo 2.2. con riguardo alle operazioni in esame.

Il problema si pone principalmente per gli amministra-

---

<sup>(36)</sup> Così l'art. 2634 c.c.: « Gli amministratori, i direttori generali e i liquidatori, che, avendo un interesse in conflitto con quello della società, al fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto o altro vantaggio, compiono o concorrono a deliberare atti di disposizione dei beni sociali, cagionando intenzionalmente alla società un danno patrimoniale sono puniti con la reclusione da sei mesi a tre anni.

La stessa pena si applica se il fatto è commesso in relazione in relazione a beni posseduti o amministrati dalla società per conto di terzi.

In ogni caso non è ingiusto il profitto della società collegata o del gruppo, se compensato da vantaggi, conseguiti o fondatamente prevedibili, derivanti dal collegamento o dall'appartenenza al gruppo.

Per i delitti previsti dal primo e dal secondo comma si procede a querela della persona offesa ».

tori della società *target*, che dapprima valutano la compatibilità della fusione (in una società fortemente indebitata) con l'interesse aziendale e, successivamente, forniscono ai soci tutti gli elementi conoscitivi utili per maturare un consapevole giudizio sull'operazione sottoposta alla loro approvazione.

In questo senso gli amministratori, nel rendere completa ed esaustiva illustrazione delle ragioni di carattere economico-giuridico che giustificano l'operazione (primo comma dell'art. 2501-*quater*), ivi comprese quelle ragioni che hanno consigliato di ricorrere a monte alla tecnica del LBO per acquisire una delle due entità fondende (terzo comma dell'art. 2501-*bis*), danno prova di aver attentamente valutato l'effettiva esistenza dell'interesse sociale alla fusione anche per la società *target*. Qualora tale interesse non sia ravvisabile e gli amministratori, consapevoli di ciò, deliberassero egualmente la fusione, compirebbero « un atto di disposizione dei beni sociali in conflitto di interessi con quello della società »; atto che ai sensi dell'art. 2634 c.c. potrebbe risultare penalmente rilevante se il danno alla società viene cagionato intenzionalmente e ricorre il dolo specifico, rappresentato dal « fine di procurare a sé o ad altri un ingiusto profitto ».

Il terzo comma dell'articolo in esame prende in esplicita considerazione il possibile beneficio del gruppo di appartenenza: la presenza di un prevedibile « vantaggio compensativo » esclude infatti « l'ingiustizia del profitto ». In quest'ottica potrebbero quindi essere ritenute non contrarie all'interesse sociale condotte che, pur nell'immediato onerose per la *target*, sono volte tuttavia al perseguimento di apprezzabili benefici per il gruppo a cui appartiene e che, realisticamente, promettono nel medio termine ricadute positive anche per la stessa *target* <sup>(37)</sup>. Ciò non toglie che sia difficile

---

<sup>(37)</sup> « La compatibilità dell'interesse sociale con l'interesse del gruppo deve valutarsi in termini di razionalità e coerenza di una singola

sostenere che il mero vantaggio finanziario ottenuto dalla *Newco* — vale a dire la translazione del costo di acquisizione della partecipazione sulla partecipata — sia rispondente ai criteri economici e giuridici sottesi al concetto di vantaggio compensativo di gruppo.

È auspicabile che la giurisprudenza, chiamata al difficile compito di applicare le nuove disposizioni introdotte dal Capo IX (*Direzione e coordinamento di società*) della riforma societaria, contribuisca a far maggior chiarezza sulla dialettica che vede confrontarsi gli interessi di gruppo con quelli sociali, ovvero sulle istanze di bilanciamento e ricomposizione tra le ragioni e le esigenze del gruppo, considerato nel suo complesso, e le ragioni e le esigenze della singola società, considerata come autonomo soggetto di diritto<sup>(38)</sup>.

Anche il delitto di infedeltà patrimoniale è procedibile — ultimo comma dell'art. 2364 c.c. — su querela della persona offesa, e cioè della società stessa<sup>(39)</sup>. Sarà quindi la

---

scelta, ancorché pregiudizievole per la società che la pone in essere, rispetto ad una politica economica generale di gruppo di medio e lungo termine, da cui ragionevolmente può derivare un vantaggio alla singola società, anche su piani economici differenti, anche in tempi diversi rispetto al momento dell'operazione ed anche secondo un parametro non rigidamente proporzionale». Da Paolo MONTALENTI, *Conflitto di interesse nei gruppi e teoria dei vantaggi compensativi*, in *Giur. comm.*, 1995, p. 710 ss.

<sup>(38)</sup> Il riferimento è al nuovo art. 2497 c.c. che introduce il concetto di responsabilità nell'attività di direzione e coordinamento di società: « Le società che, esercitando attività di direzione e coordinamento di società agiscono nell'interesse imprenditoriale proprio o altrui in violazione dei principi di corretta gestione societaria e imprenditoriale delle società medesime, sono direttamente responsabili nei confronti dei soci di queste per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale nonché nei confronti dei creditori sociali per la lesione cagionata all'integrità del patrimonio della società. Non vi è responsabilità quando il danno risulta mancante alla luce del risultato complessivo dell'attività di coordinamento ovvero integralmente eliminato anche a seguito di operazioni a ciò dirette ».

<sup>(39)</sup> « Persona offesa è il titolare del bene giuridico direttamente tutelato dalla norma che, nel caso in esame, è appunto il "patrimonio della società": non invece quello dei creditori sociali (salvo che la lesione all'in-

maggioranza dei suoi amministratori a decidere in ordine alla proposizione della querela: evenienza abbastanza remota se si considera che si tratta in genere degli stessi amministratori che hanno deliberato l'operazione di LBO. Non si potrà più infatti procedere penalmente per il reato decorsi tre mesi dal giorno della conoscenza dei fatti e, si ricorda, in assenza di querela.

**5.2. Le responsabilità penali a seguito del fallimento.** — L'insuccesso di un'operazione di LBO e la successiva dichiarazione di insolvenza della società risultante dalla fusione possono porre il problema se, in capo agli artefici dell'operazione, sia configurabile il reato di bancarotta societaria disciplinato all'art. 223 della legge fallimentare, riformulato dall'art. 4 del menzionato d.lgs. 11 aprile 2002 n. 61<sup>(40)</sup>.

In particolare il punto 1 del secondo comma del riformato articolo 223 prevede che, a seguito del fallimento, anche i fatti di cui ai reati di operazioni in pregiudizio dei creditori (art. 2629 c.c.) e di infedeltà patrimoniale (art. 2634 c.c.), sempre ché abbiano cagionato il dissesto, determinano la ricorrenza dell'ipotesi di bancarotta societaria, fattispecie

---

tegrità del patrimonio sociale sia di tale portata da pregiudicarne la solvibilità, nel qual caso si configura il reato di cui all'art. 2629 c.c. N.d.A.) e neppure quello dei soci, il cui interesse non appare preso direttamente in considerazione dal reato, come conferma il raffronto con l'art. 2622 c.c., il quale chiarisce che, allorché il legislatore intende (come avviene in tale ultima norma) tutelare gli interessi degli stessi, il regime di procedibilità a querela viene meno in presenza di società quotate (per una procedibilità d'ufficio N.d.A.). La mancanza di una specifica previsione sul punto 2364 c.c. opera quindi come cartina al tornasole della mancata considerazione degli interessi patrimoniali dei soci». Dal commento dell'art. 2364 c.c. di Paolo ALDOVRANDI, *I nuovi reati societari*, a cura di A. LANZI, cit.

<sup>(40)</sup> Così recita l'art. 4, Riformulazione delle norme sui reati societari: «All'art. 223, secondo comma, del regio decreto 16 marzo 1942, n. 267, il numero 1 è sostituito dal seguente:

“1. Hanno cagionato, o concorso a cagionare, il dissesto della società, commettendo alcuno dei fatti previsti dagli articoli 2621, 2622, 2626, 2627, 2628, 2629, 2632, 2632 codice civile”.

decisamente più grave e sottoposta a trattamenti sanzionatori assai più severi.

L'evento rappresentato dal dissesto societario comporta quindi una nuova ipotesi di reato, che va a sostituire la precedente e che risulta assai più grave sotto il profilo della offensività del reato, della colpevolezza e della entità della pena <sup>(41)</sup>. Muta di conseguenza anche il regime di procedibilità, non più su querela di parte ma d'ufficio; i termini per la prescrizione del reato sono in relazione alla diversa e maggiore entità della reclusione e, pertanto, considerevolmente più estesi rispetto a quelli previsti in relazione ai reati di cui agli artt. 2629 e 2634 c.c. Non hanno rilevanza giuridica — se non nell'eventuale prospettiva delle circostanze attenuanti (generiche e/o di risarcimento del danno) — le condotte riparatorie che nella disciplina degli artt. 2629 e 2634 c.c. determinano l'estinzione del reato.

Occorre poi sottolineare che nel riformato punto 1 del comma 2 dell'art. 223 della legge fall. il reato di bancarotta societaria richiede: *a*) un *nesso oggettivo di causalità* tra il fatto di cui al reato societario e l'evento del dissesto e *b*) un *nesso di carattere soggettivo (il dolo)*, oltre che in rapporto alla commissione del reato societario, anche in relazione alla causazione del dissesto.

Ora, nel caso di fallimento della società risultante dalla fusione non pare difficile tracciare il collegamento eziologico tra l'operazione di LBO (e la successiva aggregazione societaria) ed il dissesto, così come non pare difficile sostenere che « lo scopo di procurare a sé o ad altri l'ingiusto profitto » è riconducibile al vantaggio arrecato alla *Newco*, che acquisisce il controllo scaricando il debito sulla *target*. Per quanto concerne poi la definizione del nesso di carattere soggettivo, è da ritenersi che la giurisprudenza si orienti ad intendere la figura di dolo richiamata al punto 1 del secondo comma

(41) Per un approfondimento della nuova formulazione del comma 1 dell'art. 223 legge fall. si rinvia al commento di Alberto CADOPPI in *I nuovi reati societari*, a cura di A. LANZI e A. CADOPPI, cit.

dell'art. 223 legge fall. alla stregua di un dolo generico (è sufficiente cioè la rappresentazione e la volontà della condotta e dell'evento). Non è poi escluso che, in via interpretativa, si ritenga possibile il ricorso anche alla figura del dolo eventuale, che si ha quando il colpevole preveda la concreta possibilità del verificarsi del dissesto quale conseguenza della sua condotta e, ciò nonostante, agisca accennando il rischio che tale l'evento si verifichi.

È stato da ultimo fatto rilevare<sup>(42)</sup> come il legislatore si sia preoccupato di modificare il punto 1 del comma 2 dell'art. 223, senza peraltro intervenire sul punto 2 dello stesso articolo, che già punisce a titolo di bancarotta fraudolenta la causazione del dissesto (fallimento) per effetto di qualsiasi operazione "dolosa"<sup>(43)</sup>. Esiste pertanto, anche sotto questo profilo, il problema della ricorribilità del reato di bancarotta societaria in presenza di illecite operazioni dolose; fattispecie che, per quanto sin qui osservato, può ricorrere anche in presenza di operazioni di LBO ove sia dimostrato che queste « hanno cagionato » il fallimento della società risultante dalla fusione.

Va da sé che i rilevanti profili di responsabilità, a carico dei vertici di società in passato coinvolte in operazioni di MLBO ed ammesse anche a distanza di anni a procedure fallimentari, rappresentano un serio deterrente per un più diffuso ricorso ai LBO, e ciò malgrado la volontà del legislatore di spianare la strada a questo istituto con il nuovo art. 2501-bis che sancisce la sua piena liceità. Al fine di limitare a livelli accettabili i rischi degli operatori, che, in prospettiva, vorranno fare ricorso a questo strumento, è indispensabile che si affermi sin d'ora il principio giurisprudenziale secondo il quale l'insolvenza della società risultante dalla fu-

<sup>(42)</sup> Si rinvia a G. IANNAcone, *Le operazioni di MLBO e la (nuova) normativa penale e fallimentare*, cit.

<sup>(43)</sup> Il punto 2 del citato comma dell'art. 223 legge fall. prevede infatti che le pene si applicano anche ai soggetti che « hanno cagionato con dolo o per effetto di operazioni dolose il fallimento della società ».

sione non comporta, *a posteriori*, un giudizio automaticamente negativo sulla validità imprenditoriale del progetto sottostante l'operazione di LBO e non legittima affrettate conclusioni sulla irragionevolezza del piano economico-finanziario redatto dagli amministratori. Gli adempimenti informativi richiesti dall'art. 2501-bis muovono dunque nella direzione di valutare correttamente l'operazione: tuttavia tale valutazione, a maggior ragione quando formulata in ottica *ex post*, non può prescindere da elementi di giudizio propri del cosiddetto *business judgment rule* e non può ignorare le incertezze comunque connaturate all'informativa previsionale utilizzata a supporto dell'operazione.