
Le operazioni di trasformazione e di fusione.
In particolare, le fusioni con indebitamento e la nuova
disciplina in materia di assistenza finanziaria^(*)

Lorenzo De Angelis
*Professore ordinario di Diritto commerciale
nell'Università Ca' Foscari Venezia*

SOMMARIO: 1. Alcune considerazioni in tema di trasformazione e fusione. - 1.1. La trasformazione endosocietaria regressiva. - 1.2. L'invalidità della trasformazione. - 1.3. La trasformazione eterogenea. - 1.4. Fusioni e scissioni trasformatrici eterogenee. - 2. Il *leveraged buy-out*. - 2.1. I caratteri generali dell'operazione. - 2.2. Il *leveraged buy-out* nei principali ordinamenti stranieri. - 2.3. L'evoluzione legislativa in Italia: la situazione prima della riforma societaria del 2003. - 2.4. La disciplina introdotta dalla riforma organica delle società di capitali entrata in vigore il 1° gennaio 2004. - 2.5. Gli elementi fondamentali della disciplina positiva del *merger leveraged buy-out*. - 2.6. Gli aspetti salienti del procedimento di *merger leveraged buy-out*. - 3. La nuova disciplina in materia di assistenza finanziaria. - 3.1. La modificazione del disposto normativo: la fonte. - 3.2. La nuova disciplina. - 3.3. La conferma del *favor* per l'azionariato dei lavoratori. - 3.4. Considerazioni sul rapporto fra gli artt. 2358 e 2501-bis c.c. - 3.5. I rimedi per la violazione delle disposizioni degli artt. 2358 e 2501-bis c.c.

1. Alcune considerazioni in tema di trasformazione e fusione

La disciplina novellata della trasformazione evidenzia luci ed ombre, ma soprattutto dischiude notevoli problematicità, sulle quali mi pare interessante spendere qualche considerazione introduttiva.

(*) Lezione tenuta il 1° febbraio 2012 al corso di Dottorato in Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro nell'Università Ca' Foscari Venezia.

1.1. La trasformazione endosocietaria regressiva

Merita sicuramente apprezzamento la disciplina espressa per la trasformazione endosocietaria regressiva (si ricorda che su questa operazione non era dettata alcuna norma nella disciplina positiva previgente). A far cessare la *querelle* inconciliabile fra gli assertori della tesi secondo cui tale trasformazione dovesse essere deliberata a maggioranza, alla stregua di ogni modificazione dell'atto costitutivo, offrendo come unico rimedio ai soci assenti e dissenzienti l'esercizio di un diritto di recesso che, al tempo, non consentiva quasi mai ai soci recedenti da società di capitali "chiuse" di ricevere una liquidazione commisurata all'effettivo valore delle loro quote, e i sostenitori dell'avversa tesi mirata alla tutela dei c.d. diritti individuali dei soci, a mente della quale una simile operazione avrebbe dovuto venire decisa all'unanimità, l'art. 2500-*sexies* c.c. dispone ora che anche tale trasformazione deve essere deliberata a maggioranza - confermandone quindi appieno la natura di modificazione dell'atto costitutivo - con il temperamento tuttavia rappresentato dalla richiesta del consenso di tutti i soci destinati a vedere deteriorata la loro posizione personale, cioè ad assumere una responsabilità illimitata e solidale per le obbligazioni sociali.

Tale consenso può essere manifestato anche in sede *extra*-assembleare, purché le dichiarazioni adesive di tutti i soci tenuti a prestarlo pervengano alla società entro il termine stabilito per il deposito delle relative deliberazioni presso l'ufficio del registro delle imprese, finalizzato a richiederne l'iscrizione. Il consenso, pertanto, non costituisce condizione di validità della delibera trasformativa, bensì condizione di efficacia della stessa. Merita invece ricordare che costituisce condizione di validità della delibera in questione il deposito presso la sede sociale, entro i 15 giorni che precedono la data dell'assemblea convocata per discutere e deliberare sulla proposta di trasformazione, della valutazione del patrimonio sociale che gli amministratori, sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, devono predisporre ai sensi dell'art. 2437-*ter*, co. 2, c.c. al fine di rendere cogniti i soci che non abbiano concorso all'assunzione della deliberazione medesima circa l'ammontare della liquidazione delle loro partecipazioni nel caso dell'eventuale esercizio del diritto di recesso.

1.2. *L'invalidità della trasformazione*

Perplessità genera invece la norma dell'art. 2500-*bis* c.c., la quale afferma che l'invalidità della trasformazione non può essere pronunciata dopo che sia stata eseguita l'ultima delle iscrizioni dell'atto di trasformazione nel registro delle imprese. Nonostante questa petizione di principio, occorre riconoscere che, in concreto, l'invalidità della trasformazione ben difficilmente potrà essere pronunciata. Questa norma, per vero, è stata mutuata da quella dell'art. 2504-*quater* c.c. in tema di fusione (richiamata quindi dall'art. 2506-*ter*, ult. co., per quanto riguarda la scissione): nella procedura di fusione, tuttavia, l'art. 2503 c.c. prevede che fra l'ultima iscrizione nel registro delle imprese delle decisioni o delle delibere di fusione assunte dalle società coinvolte nell'operazione e la stipulazione dell'atto di fusione debbano intercorrere almeno 60 giorni per dare la possibilità ai creditori sociali di fare opposizione: termine entro il quale anche i soci assenti, dissenzianti o astenuti, gli amministratori, i sindaci e gli altri soggetti legittimati possono impugnare le deliberazioni medesime chiedendone, a seconda dei casi, la declaratoria di nullità ovvero l'annullamento. Ma nella trasformazione - endosocietaria, quanto meno - questo termine non esiste giacché la (unica) deliberazione di trasformazione e l'atto di trasformazione coincidono; per cui, specialmente ora che il "deposito" del verbale assembleare contenente la delibera in questione viene in realtà eseguito mediante trasmissione per via telematica, effettuata dal notaio verbalizzante avvalendosi dello strumento della firma digitale, il verbale medesimo può essere trasmesso anche immediatamente dopo la chiusura dell'adunanza assembleare nella quale la delibera trasformativa sia stata assunta all'ufficio del registro delle imprese e venire da questo iscritta nel volgere di uno o tutt'al più di pochi giorni, non lasciando con ciò alcuna pratica possibilità ai possibili interessati per proporre l'impugnativa e, in ogni caso, non concedendo di certo un tempo sufficiente affinché il tribunale possa pronunciare l'invalidità della deliberazione in parola. Di conseguenza, non resta a disposizione dei soci e dei terzi che il rimedio residuale rappresentato dal risarcimento del danno che essi riescano a dimostrare di avere subito per effetto dell'operazione, con il comprensibile aggravio dell'onere probatorio in tal caso loro incombente.

Non così, per contro, nel caso della trasformazione eterogenea la quale, a norma dell'art. 2500-*novies* c.c., acquista efficacia dopo che siano trascorsi 60 giorni dall'ultima iscrizione della delibera trasformativa. Il che la dice lunga sul fatto che, nonostante l'asserita prosecuzione dei rapporti sostanziali e processuali dell'ente trasformato, sancita dall'art. 2498 c.c., nella trasformazione eterogenea non è detto che vi sia - sempre e comunque - quell'unicità di soggetto che la consolidata giurisprudenza,

di legittimità come di merito, antecedente la riforma considerava quale presupposto per la prosecuzione dei rapporti anzidetti. Unicità di soggetto di cui non solo può fondatamente dubitarsi allorché un ente a base corporativa (sia questo una società, un consorzio o un'associazione) venga fatto diventare una fondazione, ossia un patrimonio con destinazione di scopo, e viceversa, ma che deve ritenersi del tutto esclusa nell'ipotesi di "pseudo-trasformazione" di una società in comunione d'azienda, ossia in un mero vincolo dominicale a cui difetta addirittura la soggettività giuridica, e viceversa: pseudo-trasformazione che integra, nella realtà, o una liquidazione con assegnazione di beni sociali ai singoli soci, nell'un caso, oppure un conferimento d'azienda in società da parte dei comunisti, nell'altro.

Di ciò si rese perfettamente conto la Commissione Gallo la quale, dovendo adeguare il testo unico delle imposte sui redditi alle intervenute modificazioni della disciplina di diritto sostanziale introdotte dalla riforma societaria, ha denegato la neutralità fiscale alle trasformazioni eterogenee per effetto delle quali una società commerciale diventi un ente non commerciale (art. 171, co. 1, t.u.i.r.) ovvero un ente non commerciale diventi una società commerciale (*ibidem*, co. 2), ossia, in definitiva, allorché a seguito di una trasformazione eterogenea l'ente trasformato acquisti o perda il requisito della commercialità.

1.3. La trasformazione eterogenea

E, già che siamo giunti a trattare delle trasformazioni eterogenee, mi sia consentito svolgere alcune considerazioni al riguardo, suscettibili di coinvolgere, nella loro proiezione ulteriore, anche le fusioni e le scissioni.

Gli artt. 2500-*septies* e 2500-*octies* c.c. si limitano a prevedere ipotesi di trasformazione eterogenea di società di capitali ordinarie in società mutualistiche (cooperative e consortili) o in altri enti non societari ovvero di società mutualistiche (cooperative e consortili) od altri enti non societari in società di capitali. La prima conseguenza di rilievo è che ormai la trasformazione non è più soltanto una modificazione del tipo sociale - quale peraltro era, ed è rimasta, la trasformazione endosocietaria - ma può consistere anche in una modificazione dello scopo sociale (si pensi, ad esempio, alla trasformazione di una s.p.a. ordinaria in s.p.a. consortile - che anteriormente veniva considerata alla stregua di un mero mutamento dell'oggetto sociale e, tutt'al più, di talune clausole statutarie concernenti i rapporti tra i soci - e viceversa), ovvero in una modificazione sia del tipo che dello scopo.

Ma immediatamente a valle di questa constatazione sorge un primo interrogativo: possono le trasformazioni eterogenee vedere coinvolte, o come punto di partenza o come punto di arrivo, società di persone? La risposta è certamente affermativa. Non avrebbe senso, infatti, obbligare una società personale che i soci volessero trasformare in consorzio a trasformarsi dapprima in società di capitali e, successivamente, a trasformare a sua volta la società di capitali in consorzio. Si tratterebbe di una “triangolazione” inutile, foriera soltanto di perdite di tempo e di denaro, che consentirebbe comunque di raggiungere, sia pure in modo più macchinoso, lo stesso risultato a cui potrebbe più semplicemente pervenirsi trasformando direttamente la società personale in consorzio; e molti altri esempi analoghi potrebbero aggiungersi. La ragione per la quale il legislatore delegato non ha fatto cenno alle società personali è che la legge delega gli aveva demandato di riformare unicamente la disciplina delle società di capitali e cooperative, per cui un’eventuale ingerenza nel campo delle società personali avrebbe potuto configurare un eccesso di delega, con ogni inerente profilo di costituzionalità. Tanto doverosamente precisato, si parlerà, in prosieguo, di trasformazione eterogenea di società in altri enti e di altri enti in società, intendendo pacificamente incluse nel concetto di società sia quelle di capitali, a cui le norme novellate fanno espressamente riferimento, sia quelle di persone.

Meno chiara è la ragione per la quale l’art. 2500-*septies* prevede la trasformazione di società, fra l’altro, nelle sole associazioni non riconosciute e l’art. 2500-*octies* prevede esclusivamente la trasformazione delle associazioni riconosciute in società. Alla *ratio* della prima previsione può forse pervenirsi intuitivamente presumendo che il legislatore abbia voluto evitare che le associazioni acquistassero la personalità giuridica automaticamente mediante trasformazione, con ciò richiedendo implicitamente che il relativo riconoscimento debba continuare ad essere accordato a seguito dell’espletamento di un controllo preventivo sulla meritevolezza degli scopi e sulla ricognizione della democraticità dell’ordinamento interno dell’associazione: controllo preventivo da compiersi, a seconda dell’ampiezza della sfera d’azione dell’associazione su base territoriale, dalle Prefetture, o dalle Presidenze delle Giunte regionali, o dalla Presidenza della Repubblica. Assolutamente incomprensibile - quanto meno da parte mia, ma in questo so di essere in buona compagnia - è invece la *ratio* della seconda previsione, poiché non si vede il motivo per cui, ad esempio, un consorzio, che è un soggetto di diritto privo di personalità giuridica, sia ammesso a trasformarsi in società, mentre ciò non sarebbe consentito ad una associazione non riconosciuta.

Da ultimo, sul punto, appena un cenno sulla trasformazione eterogenea delle fondazioni. *Nulla quaestio* sulla trasformazione di una società in fondazione: il patrimonio sociale netto al momento della trasformazione diventa il patrimonio della fondazione, a cui viene impressa la destinazione di scopo che risulti stabilita dall'assemblea trasformativa (o dalla decisione dei soci), approvata dall'autorità esercente l'attività tutoria sulla fondazione medesima. Ma *quid iuris* circa la trasformazione di una fondazione in società? In tal caso, i soci chi ce li mette? E le rispettive quote di partecipazione al capitale sociale chi le determina? Come fa un patrimonio autonomo con destinazione di scopo a tramutarsi in un insieme di persone? Questa non è una trasformazione, è un miracolo. E comunque qui siamo ben lungi dal poter affermare che l'operazione configuri *sic et simpliciter* una modificazione dell'atto costitutivo dell'unico ente trasformato, ma piuttosto una determinazione di un soggetto di diritto amministrativo che con le procedure di diritto societario ha ben poco a che vedere.

Non sono finiti, però, i problemi che la trasformazione eterogenea si presta a sollevare. È proprio necessario - ci si deve chiedere - che la trasformazione eterogenea debba vedere coinvolta, come punto di partenza o come punto di arrivo, una società? Non potrebbe, ad esempio, un consorzio venire trasformato in associazione non riconosciuta? Anche qui, perché non ammettere che possa conseguirsi più speditamente, con minori costi ed in maniera meno farragginosa, quello stesso risultato che sarebbe sicuramente lecito conseguire dapprima mediante la trasformazione del consorzio in società e successivamente mediante l'ulteriore trasformazione della società in associazione non riconosciuta? Senza contare che la contiguità fra i consorzi e le associazioni non riconosciute è di gran lunga maggiore rispetto a quella che entrambi tali enti hanno con le società, specialmente di capitali. Un simile quesito meriterebbe pertanto risposta ampiamente affermativa.

Ed ancora: gli enti non societari ai quali è consentito partecipare ad un'operazione trasformativa eterogenea costituiscono un *numerus clausus* - cioè sono soltanto quelli menzionati agli artt. 2500-*septies* e 2500-*octies* - oppure possono esservene anche altri non espressamente nominati? Così, ad esempio, potrebbe reputarsi ammissibile la trasformazione di un consorzio in g.e.i.e., e viceversa, in presenza beninteso dei necessari presupposti? Anche in questo caso la risposta non potrebbe essere, a mio avviso, che affermativa, tanto più se si consideri che queste due figure associative sono tra loro assai più simili di quanto non lo siano le società e le fondazioni. Lo stesso dicasi per l'eventuale trasformazione

di una società di capitali in un *trust* (considerata ammissibile dallo studio n. 17-2013/I del Consiglio nazionale del Notariato).

1.4. *Fusioni e scissioni trasformative eterogenee*

Ma allora, l'eterogeneità della trasformazione non potrebbe estendersi alle altre operazioni straordinarie, quali segnatamente le fusioni e le scissioni? Che esistano fusioni e scissioni trasformative è noto, anche se tradizionalmente tale attributo veniva – e tuttora di massima viene – riferito alle fusioni a cui partecipino società di tipi diversi, nonché alle scissioni che generino, quali beneficiarie, società di tipo o di tipi diversi da quello della società scissa. Tuttavia, alla luce delle risultanze a cui è dato pervenire a proposito delle trasformazioni, potrebbe forse negarsi la liceità della fusione, ad esempio, di una società con un consorzio? Direi proprio di no. Od ancora, di una fusione tra una società, un consorzio e un g.e.i.e.? Direi ancora di no. Ed inoltre, di una fusione a cui non partecipi neppure una società: come, ad esempio, tra un consorzio ed un'associazione non riconosciuta? O potrebbe infine negarsi la liceità della fusione di un consorzio con un g.e.i.e.? Anche a simili questioni mi parrebbe doversi dare risposta negativa.

Analogamente, potrebbe ammettersi la scissione di una società il cui patrimonio sia composto da un'azienda industriale e da un compendio immobiliare non strumentale dalla quale risulti, come beneficiaria, una fondazione a cui venga trasferito il compendio immobiliare? Ovvero un'analogia scissione che promani da un ente scisso diverso da una società? Anche in questi casi: perché no?

In conclusione, sull'argomento, una volta ammessa la possibilità di attuare trasformazioni eterogenee, di vario genere, analoga possibilità non pare potersi negare per l'attuazione delle altre operazioni straordinarie, fusioni o scissioni che siano. Ed allora, come la rubrica della sezione I del capo X (*olim* capo VIII) è stata correttamente riformulata da «*Della trasformazione delle società*» in «*Della trasformazione*», con ablazione delle parole «*delle società*», anche le rubriche delle sezioni II e III dello stesso capo avrebbero meritato di venire similmente riformulate, sempre con l'ablazione delle medesime parole «*delle società*», senza cioè rimanere inalterate rispetto alla formulazione anteriore alla riforma.

* * *

2. *The leveraged buy-out*

2.1. *I caratteri generali dell'operazione*

Il *leveraged buy-out* è un'operazione attraverso la quale una società – comunemente definita *shell company*, od anche *new company* (o *newco*) se di nuova costituzione – al fine di acquistare una partecipazione di controllo in un'altra società – detta società bersaglio (o *target*) – si avvale di finanziamenti direttamente ricevuti dalla *target*, ovvero di finanziamenti di terzi garantiti da beni aziendali di questa o da rimborsarsi con i flussi finanziari (*cash flow*) generati dalla sua attività futura o con la vendita di cespiti o di rami aziendali considerati non strategici della stessa. L'elemento caratterizzante l'operazione in questione è dunque la prestazione, da parte della *target*, dei mezzi finanziari, o delle garanzie necessarie ad ottenere l'erogazione dei mezzi finanziari, occorrenti alla *shell company* per acquisire la partecipazione di controllo nella *target* medesima.

Fermo questo elemento comune a qualsiasi figura di *l.b.o.*, deve osservarsi che l'operazione in questione è “a geometria variabile”, suscettibile cioè di assumere connotazioni diverse a seconda dei soggetti che la pongano in essere e delle modalità con cui venga attuata. Se i soci della *shell* sono gli stessi amministratori della *target*, o taluni di essi, si è in presenza di un *management buy-out (m.b.o.)*; mentre se sono *managers* di altre società si è in presenza di un *management buy-in (m.b.i.)*. Nel caso in cui la compagine sociale della *shell* sia formata da *managers* sia della *target* che di altre società diverse da questa concorreranno entrambe le precedenti forme di acquisizione, dandosi in tal caso vita ad un *buy-in management buy-out (b.i.m.b.o.)*. Se essi sono invece dipendenti della *target* si è in presenza di un *employees' buy-out* o di un *workers' buy-out (e.b.o. ovvero w.b.o.)*. Se poi l'operazione è promossa da investitori professionali essa viene denominata *institutional buy-out (i.b.o.)*; mentre se viene compiuta in vista del rimpasto della compagine sociale di società appartenenti ad una stessa famiglia, come mezzo per l'assunzione del controllo su queste da parte di uno o più dei suoi membri, si è in presenza di un *family buy-out (f.b.o.)*. Se invece l'operazione è mirata a modificare gli assetti proprietari di un gruppo di società ricorre la fattispecie del *corporate buy-out (c.b.o.)*.

La principale distinzione, sotto il profilo strutturale, attiene tuttavia ai rapporti fra le società *shell* e *target* successivi al conseguimento del

controllo della prima sulla seconda. Se le due società sono destinate a rimanere separate, l'operazione si esaurisce in una mera acquisizione (che è poi il significato letterale del termine *buy-out*). Se invece le due società sono destinate a fondersi, l'operazione assume la qualificazione di *merger leveraged buy-out (m.l.b.o.)*. Il *l.b.o.* con finalità di mera acquisizione è maggiormente diffuso nei Paesi di *common law*. L'operazione concludentesi con la fusione fra le società interessate ricorre invece in prevalenza nei Paesi di *civil law*, tra cui l'Italia (con l'eccezione della Francia): normalmente si tratta di una fusione per incorporazione della *target* nella *shell* (fusione diretta o *forward m.l.b.o.*), pur essendo possibile - in considerazione della composizione dei patrimoni delle società interessate - anche procedere ad una fusione per incorporazione della *shell* nella *target* (fusione inversa o *reverse m.l.b.o.*): questo secondo caso si verifica solitamente quando la *target* abbia un patrimonio composto, del quale facciano soprattutto parte beni immobili il cui trasferimento da un soggetto ad un altro comporta oneri (di trascrizione ed altri) non indifferenti, mentre la *shell* possieda unicamente, o quasi esclusivamente, la partecipazione nella *target*.

2.2. Il leveraged buy-out nei principali ordinamenti stranieri

L'operazione di *l.b.o.* è stata concepita inizialmente negli *U.S.A.*, ove ha rappresentato una peculiare forma di *take-over*, ossia di scalata al potere sulle società azionarie, preordinata segnatamente al *delisting* di società quotate. Ben presto tuttavia l'operazione è stata considerata con sospetto: in primo luogo perché la "leva" (*leverage*) - cioè l'ammontare dei mezzi di credito rispetto ai capitali propri destinati a finanziare l'acquisizione della partecipazione di controllo della *shell* nella *target* - è cresciuta a dismisura, rendendo vieppiù aleatoria la restituzione del prestito ricevuto dalla prima; ed inoltre per la sempre più accentuata diffidenza verso le pratiche di *take-over*, nell'ambito delle quali non era - e non è - infrequente incorrere nella prevaricazione dei diritti delle minoranze e nell'affievolimento dell'attenzione con cui gli amministratori ottemperano ai *fiduciary duties* ad essi incombenti. Il timore che le operazioni in questione possano avere - come non di rado è accaduto - finalità predatorie a discapito dei soci minoritari, così da impingere nella fattispecie della *fraudulent conveyance*, analoga alla nostra figura di negozio in frode alla legge, ha indotto la *S.E.C.* ad emanare disposizioni mirate a richiedere, nello svolgimento di tali operazioni, una serie di informazioni al pubblico atte a privilegiare le esigenze di trasparenza e di esplicitazione delle motivazioni economiche che stanno alla base

delle operazioni anzidette (*rule 13.e-3*). Fra queste spiccano le indicazioni degli esiti di alcuni *tests* che servono ad evidenziare gli indici di sostenibilità delle suddette operazioni: in particolare il *business purpose test*, il *solvency test* e il *fairness test*.

Anche in *Francia* il *leveraged buy-out* suole essere compreso fra le tecniche di scalata al potere nelle società di capitali. La preoccupazione del legislatore francese è soprattutto diretta ad impedire potenziali abusi di maggioranza, consistenti soprattutto nell'espiazione del patrimonio sociale della *target* mediante la distribuzione ai soci di questa (fra cui la *shell*) di riserve in maniera da minarne l'equilibrio finanziario o da pregiudicarne il perseguimento di programmi imprenditoriali autonomi. Con la legge n. 578 del 9 luglio 1984 è stato rimosso ogni divieto alla costituzione di *holding* da parte dei dipendenti per l'acquisizione del controllo delle società per le quali lavorano; e sono state altresì attribuite agli *employees' buy-out* particolari agevolazioni sotto il duplice profilo fiscale e societario (fra cui merita segnalazione l'assegnazione di un voto doppio alle azioni possedute dai dipendenti che abbiano promosso operazioni di *e.b.o.*). Il legislatore francese ha infine esentato, nel 2001, le operazioni in questione dal divieto di assistenza finanziaria, così come peraltro consentito dalla II direttiva comunitaria in materia societaria (n. 77/91/CEE del 13 dicembre 1976). Si noti che, fra i Paesi di *civil law*, la Francia è quella in cui è stato realizzato il minor numero di operazioni di *l.b.o.* seguite dalla fusione fra le società *shell* e *target* (*m.l.b.o.*).

Nel *Regno Unito* - al pari, come vedremo, dell'Italia, quanto meno prima della "riforma Vietti" - le operazioni in parola erano viste con molta diffidenza in quanto potenzialmente suscettibili di comportare violazioni al divieto di assistenza finanziaria: divieto ribadito dalle *Sect. 151-158* del *Companies Act 1985*, pur con una nutrita serie di esenzioni a mente delle quali è stato sancito che l'assistenza finanziaria non è vietata se abbia carattere meramente accessorio nell'ambito di operazioni di più ampio respiro, o se sia prestata in buona fede nell'interesse sociale, o qualora la concessione di prestiti o di garanzie rientri nell'attività caratteristica prevista dall'oggetto sociale della *target*, od infine se sia finalizzata all'acquisto da parte dei dipendenti di quote di partecipazione nella società per cui lavorano. Particolari regole di condotta ispirate alla *disclosure* dell'operazione e alla tutela dei soci di minoranza sono state poi dettate dal *City Panel on Take-over and Mergers* in applicazione dei principi di *self-regulation* alla cui fissazione tale organismo presiede. In ogni caso, nello *U.K.* le operazioni di *l.b.o.* non hanno riscosso, nella pratica, particolare successo.

Pure in *Spagna* il divieto di assistenza finanziaria posto dall'art. 81 della *Ley de sociedades anónimas* del 1989 - di cui i *l.b.o.* costituiscono, ad avviso della prevalente dottrina, un mezzo di elusione - è stato confermato dal r.d.l. 2 luglio 2010, n. 1, con due esenzioni tuttavia concernenti, rispettivamente, le operazioni mirate a favorire l'azionariato dei dipendenti e quelle compiute dalle banche nell'ambito della loro attività caratteristica.

Nella *Repubblica Federale Tedesca* le operazioni in parola hanno avuto scarsissima applicazione sia perché il par. 71 *AktG.* viene comunemente interpretato nel senso di far rientrare i *l.b.o.* entro il dominio del divieto dell'assistenza finanziaria sia perché la dottrina ha sempre evidenziato il rischio dell'abuso di maggioranza - e dunque dell'eccesso di potere - insito nelle operazioni medesime.

2.3. L'evoluzione legislativa in Italia: la situazione prima della riforma societaria del 2003

Sotto il vigore del codice civile del 1942 - mai modificato sul punto fino all'emanazione del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6, con cui è stata attuata la riforma organica della disciplina delle società di capitali e cooperative - le operazioni in questione, non riguardate specificamente da alcuna norma, ma note nella pratica degli affari, rientravano fra quelle comunemente definite come "operazioni pericolose" e, almeno secondo una corrente maggioritaria della dottrina, alla quale aveva prestato adesione parte della giurisprudenza, dovevano essere considerate alla luce del divieto posto alle s.p.a. di concedere finanziamenti o di prestare garanzie per l'acquisto di azioni proprie, meglio noto come "divieto di assistenza finanziaria" (art. 2358 c.c., come novellato a seguito dell'emanazione del d.p.r. 10 febbraio 1986, n. 30, di recepimento della menzionata II direttiva comunitaria in materia societaria).

Anteriormente alla riforma del diritto societario del 2003, il *leveraged buy-out* non seguito dalla fusione fra le società *shell* e *target* era sempre ravvisato alla stregua di un'operazione in diretta violazione del divieto di assistenza finanziaria di cui all'art. 2358 c.c., e come tale era considerato illecito. Invece il *l.b.o.* seguito dalla fusione fra le società anzidette (*m.l.b.o.*) non si escludeva potesse configurare una violazione indiretta del suddetto divieto, in quanto possibile negozio in frode alla legge (art. 1344 c.c.). Secondo un orientamento a cui il legislatore della cennata

riforma ha finito col prestare adesione, infatti, non avrebbe dovuto reputarsi illecito qualsiasi *m.l.b.o.*, tali non sembrando quelle operazioni non comportanti l'assunzione di debiti o la prestazione di garanzie da parte della *target*, o comunque compiute in presenza di attendibili indici patrimoniali, finanziari ed economici in grado di escludere che l'operazione medesima abbia carattere esclusivamente o prevalentemente "predatorio", nel senso già in precedenza ricordato. Nessun dubbio sussisteva, comunque, sulla liceità del *management buy-out* o dell'*employees' buy-out*, giacché una norma di diritto positivo (l'art. 2358, co. 3, c.c.) già consentiva - come tuttora consente - alle società per azioni di prestare assistenza finanziaria finalizzata a favorire l'azionariato, e dunque l'acquisto di azioni dalla stessa emessa, da parte dei propri dipendenti ovvero di quelli delle società controllate, controllanti o sottoposte al controllo di queste.

Le disposizioni civilistiche prescindevano in ogni caso dall'attribuire rilevanza ai comportamenti soggettivi, limitandosi a sanzionare eventuali effetti delle operazioni in questione che impingessero nella violazione di norme. Ai comportamenti commissivi dei soggetti agenti avevano invece riguardo i precetti penali, per i quali assumeva rilievo l'intenzionalità del compimento dell'illecito, con particolare riferimento alle condotte degli amministratori delle società coinvolte nell'operazione. È ben vero che l'art. 2630, co. 1, n. 2, c.c. era stato abrogato dal d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61, con ciò venendo escluso che il *l.b.o.*, anche qualora potesse ritenersi compiuto in violazione dell'art. 2358 c.c., costituisca una fattispecie criminosa. Peraltro, ben potrebbe emergere il compimento di altri reati, quali le false comunicazioni sociali (art. 2622), le operazioni in pregiudizio dei creditori (art. 2629), l'indebita restituzione di conferimenti (art. 2626), l'infedeltà patrimoniale (art. 2634) o la stessa bancarotta fraudolenta impropria (art. 223, co. 2, n. 2, l. fall.).

Per la giurisprudenza formatasi anteriormente alla riforma le operazioni di *l.b.o.*, in qualunque modalità tecnica eseguite, sono state reputate legittime in presenza di un valido progetto industriale e di un equilibrato piano finanziario (v. Trib. Milano, 14 maggio 1992, in *Foro it.*, 1992, 2829; Id., 18 settembre 1992, *ivi*, 1993, II, 168; Trib. Brescia, 1° giugno 1993, in *Riv. soc.*, 1996, 563; Trib. Milano, 27 ottobre 1997, in *Giur. it.*, 1998, 1440; Id., 4 maggio 1999, in *Società*, 2000, 333; Id., 25 gennaio 2001, *ivi*, 2001, 761). Più specificamente la Cass. penale, 18 maggio 2006, n. 23730, ha analogamente affermato l'illiceità del *m.l.b.o.* allorché questo «non sia ... sorretto da un effettivo progetto industriale e risulti, pertanto, proiettato verso un'attività incapace di generare ef-

fettiva ed adeguata ricchezza, sicché i rischi ad esso indubitabilmente sottesi non siano giustificabili con la doverosa tutela del patrimonio societario, garanzia dei creditori», ossia appunto quando l'operazione abbia un intento predatorio.

2.4. La disciplina introdotta dalla riforma organica delle società di capitali entrata in vigore il 1° gennaio 2004

La legge delega 3 ottobre 2001, n. 366, all'art. 7, co. 1, lett. d) - testualmente mutuato dal precedente "progetto Veltroni" - così si era espressa al considerato riguardo: «*La riforma della disciplina della trasformazione, fusione e scissione è ispirata ai seguenti principi e criteri direttivi: ... d) prevedere che le fusioni tra società, una delle quali abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra, non comportano violazione del divieto di acquisto e di sottoscrizione di azioni proprie, di cui, rispettivamente, agli articoli 2357 e 2357-quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'articolo 2358 del codice civile*». Non sfugge che tale previsione, più che di una norma riformatrice, ha tutte le sembianze di una norma di interpretazione autentica delle disposizioni previgenti: e questa formulazione appare altamente espressiva delle intenzioni del legislatore delegante.

A questo precetto impartito dalla delega è stata data attuazione con il predetto d.lgs. n. 6 del 2003 dal quale è stato introdotto *ex novo* l'art. 2501-bis c.c. (*Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*), dal seguente letterale tenore:

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

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

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

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

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

Alle fusioni di cui al primo comma non si applicano le disposizioni degli artt. 2505 e 2505-bis».

Alcune semplici osservazioni preliminari:

a) il decreto delegato si è limitato a disciplinare le operazioni di *merger leveraged buy-out*, mentre non ha dedicato alcuna previsione specifica alle altre figure di *l.b.o.* (co. 1);

b) dalla norma che precede si evince la liceità, in via di principio, dei *m.l.b.o.*, il cui svolgimento è stato subordinato a regole più rigorose di quelle contemplate per le normali fusioni (co. 2, 3, 4 e 5);

c) il procedimento di *m.l.b.o.* non consente alcuna delle semplificazioni procedurali suscettibili di applicarsi alle normali fusioni (co. 6).

La menzionata riforma della disciplina delle società di capitali non ha per nulla modificato l'art. 2358 c.c. Come si vedrà subito al paragrafo successivo, non è stata recepita dal legislatore della riforma la tesi secondo cui le operazioni di *l.b.o.* sarebbero state da considerare sempre e comunque lecite. E neppure sono state recepite altre tesi già discutibili nel momento in cui vennero espresse: fra queste, quella che faceva dipendere la liceità di tali operazioni dalla circostanza che il patrimonio della *target* avesse solo funzione di garanzia generica dei finanziatori della *shell* (il che non è, giacché l'art. 2358 c.c. non precisa, ai fini dell'enunciazione del divieto di assistenza finanziaria, che la garanzia data dalla società a terzi per l'acquisto di azioni proprie debba essere specifica, ben potendo quindi consistere anche in una garanzia generica); ed inoltre quella secondo cui le medesime operazioni dovevano considerarsi lecite per il fatto che la *target* non si sarebbe accollata in via definitiva il debito contratto dalla *shell* per acquisirne il pacchetto azionario di maggioranza, giacché questo debito, dopo la fusione fra tali società, avrebbe fatto carico unicamente alla *shell* quale incorporante (il che non può assumersi un argomento valido in linea generale dal momento che, come s'è visto, l'operazione potrebbe anche concludersi con una fusione inversa, in dipendenza della quale la *target* si accollerebbe inevitabilmente i debiti contratti dalla *shell* per la sua acquisizione).

In estrema sintesi, il *m.l.b.o.* disciplinato dall'art. 2501-bis c.c. non può certo assumersi quale operazione *ex se* illecita; ma la sua liceità è subordinata al concorso di una serie di condizioni, ivi specificamente indicate, che rendono l'*iter* attraverso cui procede la sua attuazione più rigoroso di quello di una normale fusione, in dipendenza appunto della

potenziale “pericolosità” dell’operazione in questione rispetto ad una normale fusione.

2.5. *Gli elementi fondamentali della disciplina positiva del merger leveraged buy-out*

Il *m.l.b.o.* – al pari di ogni operazione di *leveraged buy-out* – deve tendere all’acquisizione del controllo da parte della *shell company* sulla *target*. Deve trattarsi, a tal fine, di controllo di diritto, cioè di controllo azionario maggioritario – e quindi, anche, beninteso, totalitario – ai sensi dell’art. 2359, co. 1, n. 1, c.c. Può anche trattarsi di controllo congiunto, purché questo sia stabilito da clausole statutarie o da patti parasociali con gli altri soggetti co-controllanti, e non dipenda da circostanze casuali.

L’acquisizione del controllo, nell’operazione che qui rileva, deve intervenire anteriormente alla fusione della *shell* con la *target*: fusione che, come già rilevato in precedenza, può essere indifferentemente diretta o inversa. Sotto questo profilo non è richiesto che la *shell* acquisisca in un’unica soluzione il controllo della *target*: essa infatti potrebbe pacificamente esserne stata socia di minoranza, per cui i mezzi di credito dalla stessa ricevuti potrebbero servire all’acquisto di una quota di minoranza della *target* che, sommata alla partecipazione minoritaria già posseduta, la faccia diventare azionista di controllo della *target* medesima. Neppure è escluso che il venditore o i venditori di tali azioni rimangano azionisti della *target*, ovviamente in posizione minoritaria, avendo appunto ceduto quel pacchetto azionario che ha consentito a un altro soggetto (la *shell company*) di conseguire il controllo sulla *target*; né è precluso al venditore o ai venditori anzidetti di partecipare, in virtù della quota minoritaria loro rimasta, all’esercizio di un controllo congiunto su tale società. Controllo congiunto – scaturente da clausole statutarie o patti parasociali – che essi ben potrebbero condividere con la *shell company* una volta che questa si sia resa titolare di tante azioni idonee ad attribuirle la capacità di disporre di oltre la metà dei diritti di voto esprimibili nelle assemblee ordinarie della *target*.

È invece dubbio che si sia in presenza dell’acquisizione del controllo se la partecipazione attribuyente il controllo azionario maggioritario sulla *target* venga trasferita da una società ad un’altra facenti parte dello stesso gruppo, poiché non parrebbe integrare un trasferimento del controllo *stricto sensu* la fattispecie nella quale tanto l’acquirente quanto il venditore delle azioni in parola ricadano sotto il controllo – di-

retto o indiretto - di una comune controllante. Per vero, in tal caso, si tratterebbe piuttosto di operazioni di *cash-out* attraverso cui il venditore può monetizzare, almeno in parte, il valore della propria partecipazione; operazioni a cui, nella pratica, suole farsi ricorso specialmente allorché la società partecipata non distribuisca dividendi o non ne distribuisca in misura sufficiente a soddisfare le attese di determinati azionisti. Deve tuttavia rilevarsi come la prevalente dottrina propenda per l'applicabilità dell'art. 2501-*bis* anche ai predetti *leveraged cash-out* e, più in generale, a quei *l.b.o.* nei quali la sostituzione del controllo sulla *target* da un soggetto ad un altro sia meramente formale.

Per quanto poi concerne la nozione di indebitamento (*rectius*, di assunzione di debiti) a cui fa riferimento la norma, gli interpreti sono concordi nel ritenere che non debba trattarsi esclusivamente di mutui di scopo erogati alla *shell* per l'acquisizione del controllo sulla *target*, bensì che siano suscettibili di rientrare in tale nozione tutte le linee di credito accordate alla *shell*, e da questa utilizzate, nel periodo di attuazione dell'operazione, qualora siano servite ad incrementare le disponibilità finanziarie della stessa *shell*, indipendentemente dal fatto che queste fossero dichiaratamente finalizzate all'acquisto di azioni emesse dalla *target*. E ciò anche con riguardo ai finanziamenti ottenuti dalla *shell* successivamente all'acquisizione del controllo sulla *target*, se destinati a ripristinarne l'equilibrio finanziario che fosse stato alterato in conseguenza dell'esborso sostenuto per l'acquisizione del pacchetto azionario di controllo della *target* medesima. Quel che invece si ritiene necessario è che al momento della stipulazione dell'atto di fusione fra la *shell* e la *target* la prima non abbia ancora rimborsato il prestito; ossia che, a quel momento, il debito contratto dalla *shell* per acquisire il controllo della *target* sia ancora, almeno in parte, sussistente.

Una questione particolare riguarda la liceità di un finanziamento erogato alla *shell*, al fine di cui trattasi, direttamente dalla società *target*. Nel vigore del testo originario dell'art. 2358 c.c. era opinione comune che un simile finanziamento fosse illecito per violazione del divieto di assistenza finanziaria all'acquisto delle proprie azioni. Tuttavia, dopo che tale articolo è stato novellato (v. *infra*, §§ 3.1 e 3.2), si propende per considerare legittimo il finanziamento *de quo*, beninteso ove vengano osservate le condizioni poste dalla norma attualmente vigente.

Al fine della valutazione della liceità dell'operazione in parola non rileva, inoltre, il rapporto fra i mezzi propri e i mezzi di credito attraverso i quali la *shell company* pervenga all'acquisizione del controllo sulla

target. A differenza di altre fattispecie nelle quali la legge ha individuato un rapporto “ideale” - precisamente specificato od anche solo presupposto - fra il capitale proprio e il finanziamento di terzi (cfr., ad esempio, l’art. 2545-*quinquies* per le cooperative e l’art. 2412, co. 1, per l’emissione dei prestiti obbligazionari, quanto alla prima ipotesi; nonché gli artt. 2467 e 2497-*quinquies* per la postergazione legale della restituzione dei finanziamenti dei soci e l’art. 2447-*ter*, co. 1, lett. c), per l’istituzione di patrimoni destinati a specifici affari delle s.p.a., quanto alla seconda), un simile rapporto non è stato indicato, né in termini specifici né in termini generici, con riguardo alle operazioni di *m.l.b.o.*, venendo rimessa alla valutazione dell’esperto, come si vedrà in appresso, la ragionevolezza del rapporto medesimo caso per caso, sulla base della posizione finanziaria netta di ogni singola società interessata.

In relazione poi al fatto che la norma fa riferimento al patrimonio della *target* quale «*garanzia generica*» - oltretutto quale fonte di rimborso - dei debiti contratti dalla *shell* per acquisire il controllo della stessa *target*, non può affatto escludersi che la disposizione in questione debba ricevere applicazione anche quando tale patrimonio, o sue singole componenti, vengano offerte ai soggetti finanziatori quali garanzie specifiche a fronte dei prestiti all’uopo accordati alla *shell*. Ciò, tanto più se si consideri che in Italia le banche normalmente richiedono che i finanziamenti da esse accordati vengano assistiti da garanzie specifiche (ipoteche su immobili, pegni su azioni od altri valori mobiliari, privilegi generali e speciali, etc.), mentre ancora non sogliono, quanto meno abitualmente, concedere gli affidamenti sulla base dell’esame di piani d’impresa - o piani economico-finanziari pluriennali o *business plans* che dir si voglia - nei confronti dei quali nutrono per lo più, a ragione o a torto, delle istintive diffidenze, non di rado generate dalla mancanza di validi strumenti o capacità di analisi. Una lettura formalistica e restrittiva della norma che ne circoscrivesse l’applicabilità ai soli casi in cui vengano offerte ai finanziatori delle garanzie generiche, inoltre, sarebbe difficilmente comprensibile sotto il profilo logico, poiché non si comprenderebbe la *ratio* di regole procedurali ben più rigorose di quelle a cui sono assoggettate le fusioni ordinarie allorché il patrimonio della *target* sia solo potenzialmente a rischio, senza includervi anche quelle operazioni che pongono a rischio di perdita pressoché certa, in caso di crisi, determinati e ben individuati beni della *target* medesima.

2.6. Gli aspetti salienti del procedimento di merger leveraged buy-out

In considerazione della delicatezza dell'operazione di *m.l.b.o.* e del rischio potenziale che essa è suscettibile di comportare specialmente per i soci di minoranza e per i creditori della società emergente dalla fusione, il legislatore della riforma ha previsto – come s'è detto poc'anzi – un procedimento più rigoroso di quello stabilito per le normali fusioni.

Per evidenziare le particolarità di tale procedimento sia consentito prendere le mosse dall'ultimo comma dell'art. 2501-*bis* c.c.: per i *m.l.b.o.* è esclusa ogni semplificazione procedimentale contemplata invece, per le fusioni ordinarie, dagli artt. 2505 e 2505-*bis*. Il che significa che, sebbene l'incorporante sia titolare di una quota di partecipazione nell'incorporata superiore al 90 per cento del capitale sociale di questa, e perfino nel caso in cui essa sia titolare dell'intero capitale sociale, il progetto di fusione dovrà contenere tutti gli elementi indicati dall'art. 2501-*ter*, senza alcuna eccezione, e non potrà mancare – come meglio si vedrà in seguito – la relazione degli esperti di cui all'art. 2501-*sexies*. Inoltre, le deliberazioni di fusione non potranno venire assunte dagli organi amministrativi delle società interessate.

La norma non precisa, tuttavia, se nel caso di specie rimangano dimezzati – relativamente agli *m.l.b.o.* a cui non partecipino società azionarie – i termini che devono intercorrere fra l'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese e la data fissata per la decisione in ordine alla fusione (art. 2501-*ter*, co. 4) e fra l'iscrizione nel registro stesso della deliberazione o della decisione di fusione e la stipulazione dell'atto di fusione (art. 2503, co. 1), nonché di quello previsto per il preventivo deposito di atti e documenti presso le sedi delle società partecipanti alla fusione (art. 2501-*septies*, co. 1), siccome stabilito dall'art. 2505-*quater* c.c. Non essendo stato espressamente contemplato che il dimezzamento dei termini anzidetti, posti anche nell'interesse dei terzi, non si applichi ai *m.l.b.o.* si reputa che la norma dell'art. 2505-*quater* debba ricevere applicazione anche con riguardo alle fusioni di cui trattasi.

Ciò premesso, occorre considerare le indicazioni o le attestazioni che nelle operazioni di *m.l.b.o.* devono essere contenute nei documenti da predisporre nel corso del procedimento in aggiunta a quelle stabilite per le fusioni ordinarie.

2.6.1. Il *progetto di fusione*, in aggiunta ai dati e alle informazioni previsti dall'art. 2501-ter, deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione, sia essa una società di nuova costituzione ovvero l'incorporante. In sostanza, in tale progetto deve risultare specificato con quali mezzi la società anzidetta ripagherà il debito contratto dalla *shell* per acquisire la partecipazione di controllo nella *target*, compresi gli interessi che matureranno sul medesimo debito.

2.6.2. La *relazione degli amministratori*, oltre ai dati e alle informazioni previste dall'art. 2501-quinquies, deve indicare le ragioni che giustificano l'operazione e deve contenere - anche come allegato che ne costituisca parte integrante e sostanziale - un piano economico e finanziario con l'indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere. La dottrina - sul punto univoca - ritiene che debbano essere giustificate le ragioni dell'operazione nel suo complesso, non quelle della fusione in sé, che dell'operazione medesima costituisce un passaggio, per quanto rilevante. È infatti dell'intera operazione di *l.b.o.*, e non della sola fusione che la conclude, che deve valutarsi la liceità, la quale potrebbe dunque difettare anche se la fusione fosse validamente e legittimamente attuata. Il fatto che la legge richieda che gli amministratori devono indicare non soltanto la fonte delle risorse finanziarie, ma anche la descrizione degli obiettivi che con l'operazione stessa si intendono raggiungere fa del piano anzidetto un vero e proprio piano d'impresa (*business plan*) mediante il quale possa ritrarsi un'informazione adeguata ed esauriente degli scopi imprenditoriali dell'operazione di *m.l.b.o.* Pertanto, oltre al piano economico e finanziario espressamente richiesto dalla norma, la relazione in parola dovrebbe ragionevolmente illustrare anche il piano industriale dell'operazione complessivamente considerata. Quanto, in particolare, all'indicazione della fonte delle risorse finanziarie ricavabile dal piano, si ritiene che questa non debba limitarsi all'enunciazione di quelle con cui si prevede che la società risultante dalla fusione possa soddisfare le obbligazioni derivanti dall'indebitamento assunto per l'acquisizione della partecipazione di controllo sulla *target*, che già devono risultare dal progetto di fusione, bensì la fonte di tutte le risorse finanziarie di cui la menzionata società deve disporre per dare concreta attuazione all'operazione imprenditoriale nella sua intierezza, comprese quindi quelle occorrenti per l'effettuazione di nuovi investimenti, per il trasferimento di stabilimenti produttivi o di impianti industriali, per il compimento di eventuali ristrutturazioni aziendali e così via.

Venendo più nel dettaglio ad esaminare il contenuto del piano - che nel suo insieme deve evidenziare la sostenibilità finanziaria dell'operazione, dimostrando altresì che questa non sia preordinata ad un intento predatorio nei confronti dei soci di minoranza e dei terzi, specialmente dei creditori - la più attenta dottrina ha passato in rassegna gli elementi che da esso devono risultare, i quali segnatamente consistono nei seguenti:

- la descrizione dell'operazione, con l'indicazione delle motivazioni atte a giustificarne l'interesse per la società;
- l'indicazione delle risorse finanziarie disponibili per l'attuazione del *buy-out*, la fonte di tali risorse (mezzi propri, finanziamenti infra-gruppo, mutui bancari, etc.) e le forme tecniche dei finanziamenti, con specificazione della provenienza delle entrate previste nel *cash-flow*, specie nei casi in cui queste derivino dalla dismissione di *assets* o di rami aziendali considerati non strategici o non rientranti nel *core business* oppure dalla gestione di particolari operazioni;
- l'indicazione delle garanzie specifiche offerte ai finanziatori (ad es., l'ipoteca su immobili aziendali della società *target* o il pegno sulle azioni o sulle quote di questa);
- l'indicazione delle obbligazioni assunte dalla *target* per agevolare l'operazione, ivi comprese le garanzie reali o personali prestate da tale società;
- la descrizione degli obiettivi che la società intende perseguire non con la sola fusione, bensì con l'intera operazione di *m.l.b.o.* complessivamente considerata, con specifico riferimento ai risultati di natura imprenditoriale, economica e finanziaria che i promotori intendano raggiungere;
- la sintetica rappresentazione delle politiche gestionali che i promotori medesimi si prefiggano di attuare, da rendersi attraverso la formazione di un *business plan* dal quale in particolare risultino - ove sussistenti - gli effetti di sinergia o di razionalizzazione e di integrazione industriale al cui conseguimento l'operazione sia sottesa, con la precisazione dei presupposti sulla base dei quali siano state formulate le relative previsioni;
- la declinazione del piano economico-finanziario complessivo dell'operazione dal quale si evinca la sua sostenibilità e soprattutto la concreta possibilità di rimborsare i debiti per essa contratti, con analitica esplicazione della genesi delle fonti finanziarie da utilizzarsi per il rimborso anzidetto e, in generale, di quelle «*previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione*».

2.6.3. La *relazione degli esperti* deve attestare la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione e delle relative assunzioni. Essa è obbligatoria e non può mai mancare, neppure se la società incorporanda sia sottoposta al controllo totalitario di quella destinata a diventarne l'incorporante. Ciò in quanto la funzione di questa relazione non è soltanto quella di attestare la congruità del rapporto di cambio - come stabilito per le fusioni in generale dall'art. 2501-*sexies* - bensì, in aggiunta, anche quella di rendere un'attestazione di ragionevolezza dell'operazione di *m.l.b.o.*, cioè di un requisito che prescinde totalmente dalla composizione della compagine sociale della società destinata ad essere fusa.

In considerazione della finalità assegnata a tale relazione dall'art. 2501-*bis*, co. 4, non è applicabile alla fattispecie neppure la previsione del d.lgs. 13 ottobre 2009, n. 147, di recepimento della direttiva comunitaria n. 63/2007 contenente semplificazioni procedurali in materia di fusioni e scissioni, che ha esteso ai soci delle società in procinto di fondersi la facoltà di rinunciare alla relazione degli esperti anche nell'ambito delle fusioni a cui partecipino società azionarie, dal momento che nel *m.l.b.o.* tale relazione non si limita alla protezione degli interessi dei soci, ma provvede anche alla tutela dei terzi.

La dottrina ha diversamente interpretato la finalità dell'attestazione di ragionevolezza che, nell'operazione in questione, la legge assegna alla relazione degli esperti. La corrente maggioritaria - alla quale si ritiene doversi prestare adesione - tende ad escludere che una simile attestazione abbia la valenza di costituire una certificazione, ovvero un'asseverazione, del piano economico e finanziario contenuto nella relazione degli amministratori; e attribuisce piuttosto a questo termine il significato di un giudizio professionale del tutto simile a quello che gli esperti devono rendere circa la congruità del rapporto di cambio: un apprezzamento tecnico sul progetto di fusione per *m.l.b.o.* e, più ancora, sull'operazione nel suo complesso, nella sua proiezione futura. Un giudizio, oltre a ciò, da rendere secondo il canone della ragionevolezza, che appare promanare il proprio carattere dallo «*standard of the reasonable man*» ben noto nella *common law*. Non si è dunque in presenza né di una certificazione né di una dichiarazione di scienza, bensì di un procedimento logico-tecnico di carattere prettamente valutativo, non suscettibile di impingere in un giudizio di merito. Procedimento valutativo che, sebbene sia essenzialmente incentrato sugli aspetti finanziari della considerata operazione, non può esimersi dall'aver riguardo anche a tutti gli altri aspetti dell'operazione medesima e soprattutto all'esame

del complesso della documentazione predisposta dagli amministratori e messa a disposizione nella (e con la) loro relazione.

Sul piano contenutistico, dalla relazione degli esperti deve risultare l'analisi della struttura finanziaria della società risultante dalla fusione; la prognosi della concreta realizzabilità del *business plan*, con correlato giudizio circa la correttezza, la coerenza, la ragionevolezza e la prudenzialità dei *forecast* ivi formulati, dei presupposti su cui questi si basano e sui modelli economici applicati per la ricognizione delle fonti e degli impieghi concernenti la prefata società risultante dalla fusione, nonché la valutazione complessiva della ragionevolezza del progetto di fusione nel senso dianzi riferito, ossia nell'espressione del giudizio che tale progetto non appaia manifestamente irrazionale, illogico, inadeguato o arbitrario.

Si ricorda infine che la sostenibilità dell'indebitamento assunto o da assumersi per lo sviluppo dell'operazione – la cui ragionevolezza gli esperti devono attestare – è stata considerata come condizione di legittimità delle delibere assembleari di approvazione della fusione per *m.l.b.o.* di ciascuna delle società che vi partecipano.

2.6.4. Al progetto di fusione per *m.l.b.o.* deve essere allegata una *relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti* o della *shell company* o della *target* (*ibidem*, co. 5). È revisore legale dei conti il soggetto (società di revisione o revisore individuale) il quale abbia ricevuto tale incarico a norma dell'art. 1, d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 39. Può dunque rivestire tale funzione anche il collegio sindacale, nei casi in cui la legge non ne faccia divieto e ciò sia previsto dallo statuto sociale o, in presenza di una specifica previsione statutaria, venga stabilito con deliberazione dell'assemblea. In questo senso si è, fra gli altri, espressa la Commissione per i principi uniformi in tema di società del Consiglio notarile di Milano con la massima n. 118 approvata in data 5 aprile 2011 (in *Società*, 2011, p. 659). Ai sensi di tale massima può essere redatta anche una sola relazione per tutte le società partecipanti alla fusione ad opera del revisore legale dei conti di una delle società partecipanti a tale operazione.

Il contenuto della relazione in questione è libero, cioè non è determinato da alcuna norma. Peraltro, presiedono alla sua formazione i *Principi di revisione* statuiti dal Consiglio nazionale dei dottori commercialisti e degli esperti contabili e le regole di *best practice* emanate dall'Associazione italiana fra le società di revisione (ASSIREVI). In ogni caso la dottrina tende ad escludere che il revisore legale dei conti debba rendere un'attestazione di ragionevolezza, che compete invece – come s'è visto – agli esperti. A

questo soggetto è, invero, unicamente richiesto di svolgere un'analisi tecnico-contabile delle situazioni patrimoniali delle società partecipanti alla fusione e dei dati esposti nel piano illustrato dagli amministratori nella propria relazione: analisi che non deve pertanto spingersi all'espressione di alcun giudizio (o apprezzamento tecnico) sull'operazione di cui trattasi.

* * *

3. La nuova disciplina in materia di assistenza finanziaria

In linea con l'ammissione della legittimità del compimento di operazioni di *merger leveraged buy-out* è stato rimosso il divieto assoluto della c.d. "assistenza finanziaria" che traeva la propria origine dalla versione originaria della norma dell'art. 2358, co. 1, c.c. la quale testualmente disponeva: «*La società non può accordare prestiti né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie*». Tale norma non aveva subito alcuna modificazione per effetto della riforma della disciplina societaria attuata con il d.lgs. n. 6 del 2003.

3.1. La modificazione del disposto normativo: la fonte

La modificazione del disposto normativo del menzionato art. 2358, co. 1, c.c. trae origine dall'emanazione della direttiva comunitaria n. 68 del 6 settembre 2006, di modernizzazione della II direttiva in materia societaria (n. 77 del 13 dicembre 1976), la quale - introducendo all'art. 1, par. 6, di questa gli artt. 23, par. 1, e 23-bis - ha invitato gli Stati membri dell'U.E. a rimuovere il divieto assoluto di assistenza finanziaria, subordinandone peraltro la legittimità al rispetto di determinati limiti e condizioni, segnatamente consistenti:

- in condizioni di mercato "eque" (co. 2);
- nella completa *disclosure* delle ragioni e dei rischi dell'operazione, che è richiesto sia comunque finalizzata al perseguimento dell'interesse sociale (co. 3);
- nella preventiva autorizzazione dell'assemblea, da deliberarsi con maggioranze qualificate (co. 3);
- negli stessi limiti stabiliti per l'acquisto di azioni proprie (co. 4).

L'Italia ha recepito la direttiva n. 68/2006 con il d.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, con il quale l'art. 2358 è stato radicalmente modificato come risulta nel testo attualmente vigente.

Il novellato art. 2358 è stato palesemente modellato sullo schema dell'art. 2501-*bis* d'anzì illustrato con riguardo al *merger leveraged buy-out* ed ha, quale più immediata conseguenza, quella di avere rimosso il divieto già incombente alla società emittente di prestare direttamente assistenza finanziaria per l'acquisto di proprie azioni, la cui violazione veniva anteriormente sanzionata anche sul piano penale. La dottrina che più specificamente ha approfondito l'argomento ha rilevato che dal combinato disposto degli artt. 2358 e 2501-*bis* c.c. è possibile ricavare il riconoscimento della legittimazione – seppur subordinata all'ottemperanza di un complesso di vincoli – al compimento delle seguenti operazioni:

- del *m.l.b.o.* nella sua più classica configurazione, consistente nell'acquisizione delle azioni della *target* a debito della medesima, con conseguente fusione fra le società *shell* e *target*;
- dell'acquisizione delle azioni della *target* con indebitamento garantito direttamente da questa, sia in proprio che per interposta persona;
- del *m.l.b.o.* reso possibile dall'assistenza finanziaria concessa direttamente dalla società emittente all'acquirente delle azioni *de quibus*;
- dell'*employees' buy-out* e del *workers' buy-out*;
- nonché del *management buy-out*, seppure nei limiti più severi stabiliti dalla prefata norma, applicabili anche al caso di assistenza finanziaria concessa ai soci di controllo.

3.2. La nuova disciplina

L'incipit del novellato art. 2358, co. 1, («*La società non può, direttamente o indirettamente, accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni ...*») non diverge – se non per l'inserzione degli avverbi «*direttamente o indirettamente*», che precisano in senso estensivo la portata del divieto – dalla pregressa formulazione; ciò che ribalta invece il previgente divieto è la prosecuzione della stessa norma, introdotta *ex novo*: «*... se non alle condizioni previste dal presente articolo*». E, poiché due negazioni affermano, la nuova norma, nella sua attuale formulazione, deve intendersi stravolgere il divieto in precedenza sancito ed ammettere pacificamente che le operazioni dalla stessa considerate sono ora legittime ove vengano rispettate le «*condizioni previste dal presente articolo*»; e che restano invece vietate – in qualunque modo siano compiute, cioè in via sia diretta che indiretta – solo qualora le condizioni medesime non vengano rispettate.

Dall'espressione «*per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie*» è dato desumere che i prestiti e le garanzie considerati dalla norma possono essere destinati sia all'acquisto sul mercato di azioni emesse dalla società finanziatrice o garante, ossia da venditori diversi da questa; sia all'acquisto dalla menzionata società delle medesime azioni che si trovino nel suo portafoglio; sia alla sottoscrizione delle azioni da emettersi a fronte di un aumento di capitale deliberato dalla società stessa (aumento di capitale che, nella fattispecie in esame, dovrebbe verosimilmente essere riservato al soggetto o ai soggetti destinatari dei finanziamenti e delle garanzie anzidetti, con limitazione o esclusione del diritto d'opzione di coloro che rivestano la qualità di azionisti già al momento dell'assunzione della deliberazione in parola).

Inalterato è invece rimasto il divieto, già disposto dall'originario co. 2 dell'articolo in esame, a che la società per azioni accetti - anche in questo caso direttamente oppure per il tramite di società fiduciaria o per interposta persona - azioni proprie in garanzia (cfr. il co. 7 del medesimo art. 2358, nel testo attualmente in vigore).

Al fine di evitare dubbi interpretativi suscettibili di derivare da una improbabile interpretazione della norma, merita osservare che, analogamente a quanto stabilito in modo più esplicito nel co. 7, anche all'avverbio «*indirettamente*» enunciato nel co. 1 deve annettersi il significato di operazione di assistenza finanziaria compiuta dalla società emittente le azioni a favore sia di propri soci che di terzi mediante l'interposizione di altri soggetti, siano essi società fiduciarie o persone diverse dalla stessa.

3.2.1. *La relazione degli amministratori*

La prima condizione - in ordine logico - alla quale la norma in esame subordina la liceità delle operazioni di assistenza finanziaria di cui trattasi è quella che esse devono essere adeguatamente illustrate, sotto il duplice profilo giuridico ed economico, dagli amministratori con una propria circostanziata relazione, la quale deve restare depositata presso la sede sociale nei trenta giorni precedenti quello fissato per lo svolgimento dell'assemblea che dovrà autorizzare le operazioni medesime (*ibidem*, co. 3).

In tale relazione devono venire iscritte le condizioni di fattibilità di tali operazioni e quelle al cui verificarsi è subordinato il loro compimento, devono essere evidenziate «*le ragioni e gli obiettivi imprenditoriali*» che le giustificano, lo «*specifico interesse*» che queste presentino per la società destinata ad attuarle, i rischi che siano suscettibili di comportare

«*per la liquidità e la solvibilità della società*» - a seguito, si ritiene, dell'esperimento di uno specifico *solvency test* - e deve altresì essere indicato il prezzo d'acquisto delle azioni emesse dalla suddetta società da parte del compratore (o dei compratori). In sintesi, la relazione degli amministratori deve operare una completa e trasparente *disclosure* su tutti gli aspetti rilevanti di tali operazioni, quali i motivi che stanno alla base del loro compimento, le finalità perseguite dalla società attraverso queste, le modalità e le tempistiche di esecuzione, la valutazione dei potenziali rischi e la rappresentazione dei presumibili vantaggi ad esse correlati; e deve trasmettere ai destinatari il convincimento degli amministratori sulla razionalità dei presupposti e della struttura dell'operazione, nonché sulla ragionevolezza degli assunti, delle condizioni e delle modalità di attuazione e dei rischi della stessa.

Il co. 3 della norma in commento sancisce inoltre che l'operazione *de qua* deve essere attuata «*a condizioni di mercato, in particolare per quanto riguarda le garanzie prestate e il tasso di interesse praticato per il rimborso del finanziamento*»; e che «*il merito di credito*» - ossia la meritevolezza, l'obiettiva capacità di ottenere il finanziamento - della controparte sia stato «*debitamente valutato*». Si segnala che le «*condizioni di mercato*» non è richiesto debbano essere "eque", così come precisato dalla prefata direttiva n. 68/2006: il che ha attenuato - se non addirittura eliminato - possibili incertezze interpretative che avrebbero potuto sorgere dalla remissione all'apprezzamento soggettivo degli amministratori dell'accertamento dell'equità delle condizioni medesime, la cui normalità (*at arm's length*) deve dunque essere quanto più possibile valutata in relazione a parametri e circostanze oggettivi, non limitati ai tassi e alle garanzie contrattualmente stabiliti, ma da estendersi all'operazione complessivamente considerata. Dal tenore della norma appare indefettibile che queste condizioni debbano sussistere entrambe: ove mancasse anche una sola di esse l'operazione di assistenza finanziaria non sarebbe lecita e tale illiceità travolgerebbe altresì l'eventuale operazione di *l.b.o.* che fosse fondata sull'operazione medesima.

Il co. 5 della norma medesima prescrive poi che «*qualora la società accordi prestiti o fornisca garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie a singoli amministratori della società o della controllante o alla stessa controllante ovvero a terzi che agiscono in nome proprio e per conto dei predetti soggetti*» la relazione degli amministratori, oltre a fornire le informazioni precedentemente riferite, debba ulteriormente attestare che l'operazione di assistenza finanziaria «*realizza al meglio l'interesse della società*». Non si tratta più, quindi, nella specie, sem-

plicemente di evidenziare «*lo specifico interesse che l'operazione presenta per la società*» - come contemplato al co. 3 - bensì di dichiarare responsabilmente e in modo impegnativo che l'interesse sociale non potrebbe essere perseguito in miglior modo che attraverso il compimento dell'operazione medesima, ossia che nessun'altra operazione, diversa da quella proposta, fra quelle concretamente attuabili, sarebbe in grado di realizzare più proficuamente l'interesse della società: attestazione molto impegnativa, non c'è che dire, la quale non potrebbe essere resa se non fosse sorretta da un'attendibile valutazione comparativa degli amministratori, fondata su elementi oggettivi di giudizio.

Infine, avendo accennato all'obbligo del deposito della relazione dell'organo amministrativo presso la sede sociale nei trenta giorni che precedono l'assemblea, ci si domanda se questo termine possa essere - in tutto o in parte - rinunciato dagli azionisti. La risposta sembra dover essere affermativa, poiché tale deposito è stato previsto nell'interesse esclusivo degli azionisti medesimi, non essendo i terzi legittimati alla disamina dei documenti depositati presso la sede sociale, di cui solo ai soci è consentito prendere visione al fine di intervenire in assemblea muniti di tutte le informazioni necessarie a deliberare responsabilmente e con cognizione di causa.

3.2.2. *L'autorizzazione assembleare*

La condizione immediatamente susseguente è quella che tali operazioni siano «*preventivamente autorizzate dall'assemblea straordinaria*» (*ibidem*, co. 2).

Con tale formulazione, la norma di diritto interno recepisce il requisito posto dalla direttiva comunitaria n. 68/2006, imponendo tuttavia che l'assemblea tenuta ad esprimere detta autorizzazione debba essere «*straordinaria*», con ciò intendendo non solo che la deliberazione in questione debba essere assunta con le maggioranze qualificate stabilite dalla legge per questo tipo di assemblea - ottemperando così al postulato della direttiva - ma anche che esse debbano avere data certa; che il loro verbale debba essere esteso, in qualità di segretario, da un notaio, con le inerenti garanzie di corretta e fedele rappresentazione delle presenze, dell'andamento della discussione e del contenuto delle decisioni; ed inoltre che il verbale medesimo debba essere depositato per l'iscrizione nel registro delle imprese: deposito che deve avvenire entro trenta giorni dalla conclusione dell'adunanza assembleare (*ibidem*, co. 3). In realtà la direttiva non pretendeva tutto ciò, ma si limitava a richiedere un *quorum* deliberativo rafforzato rispetto a quello dell'assemblea ordinaria; e, per

vero, l'opzione del legislatore nazionale per la competenza dell'assemblea straordinaria non appare coerente né all'attività dell'organo (l'emanazione di un'autorizzazione) né all'oggetto della determinazione da assumere (il compimento di operazioni su azioni proprie), che normalmente rientrano nella competenza dell'assemblea ordinaria. Questa opzione non deve però stupire poiché non sono mancati, in passato, casi di disposizioni normative le quali avevano richiesto che venissero assunte dall'assemblea straordinaria deliberazioni su materie tradizionalmente riservate alla competenza di quella ordinaria: si pensi, a puro titolo esemplificativo, al precetto dell'art. 6 della l. 19 marzo 1983, n. 72, a mente del quale l'utilizzo - al pari della reintegrazione e della riduzione - delle speciali riserve costituite a fronte dei saldi attivi di rivalutazione monetaria dei cespiti doveva (e tuttora deve, ove tali riserve permangano iscritte nei bilanci) essere approvato dall'assemblea straordinaria, sebbene in materia di utilizzazione, reintegrazione e riduzione delle riserve le decisioni siano normalmente di pertinenza dell'assemblea ordinaria.

Con riguardo a questa delibera autorizzativa da assumersi dall'assemblea straordinaria sorgono molteplici questioni dubbie, di seguito riepilogate.

a) Gli azionisti hanno potere di iniziativa per proporre operazioni rientranti sotto la previsione normativa dell'art. 2358 c.c.? Dovrebbe ritenersi di no, giacché la legge prevede che le proposte di tali operazioni debbano essere illustrate da una relazione all'assemblea che - come s'è appena visto - spetta unicamente agli amministratori, e non anche agli azionisti, redigere sotto la propria responsabilità; mentre, com'è noto, i soci - salvo che in ben determinate circostanze (v. ad esempio quella contemplata dall'art. 2476, co. 7, c.c.) - non assumono alcuna responsabilità per le proposte formulate all'assemblea.

b) Potrebbe l'assemblea modificare le condizioni economiche dell'operazione prospettate nell'apposita relazione degli amministratori o deve semplicemente limitarsi ad autorizzare o a non autorizzare l'operazione medesima sulla base delle condizioni economiche ivi contenute? L'opinione prevalente - che appare corretta - è nel senso che all'assemblea spetti concedere o negare l'autorizzazione al compimento dell'operazione sulla base delle indicazioni contenute nella relazione degli amministratori che la propongono, ma non possa modificare le condizioni economiche contenute in tale relazione, poiché - com'è stato evidenziato - compete esclusivamente agli amministratori avanzare la proposta anzidetta e predisporre la relazione illustrativa da presentare

all'assemblea. Nel caso in cui l'assemblea negasse la richiesta autorizzazione potrebbe pur sempre evidenziare i motivi del diniego ed esteriorizzare le modificazioni della proposta in presenza delle quali questa potrebbe essere in un secondo tempo autorizzata: ciò che postulerebbe una successiva modifica della relazione degli amministratori e la convocazione di una nuova adunanza dell'assemblea straordinaria - previa ripetizione del deposito presso la sede sociale della relazione così modificata nei trenta giorni precedenti la data fissata per l'adunanza stessa - in modo che l'assemblea possa nuovamente pronunciarsi sulla richiesta di autorizzazione dell'operazione di assistenza finanziaria. Vi sarebbe, cioè, una stretta analogia con le funzioni di pertinenza dei due distinti organi sociali in materia di approvazione del bilancio: spetta all'organo amministrativo redigerne il progetto e corredarlo con la propria relazione sulla gestione, mentre spetta all'assemblea approvarlo o non approvarlo; e nel caso in cui, per approvarlo, essa richiedesse una qualche modificazione del progetto di bilancio non potrebbe provvedere autonomamente ad introdurla, ma dovrebbe rinviare tale progetto all'organo amministrativo affinché - ove lo ritenga - lo modifichi, ripetendo susseguentemente l'*iter* previsto dalla legge per la sua formazione e la sua approvazione. Ciascuno dei due organi, insomma, ha funzioni e poteri propri ed esclusivi e non può l'assemblea - soprattutto dopo l'introduzione dell'art. 2380-*bis* c.c. - avocare a sé compiti che la legge riserva inderogabilmente agli amministratori.

c) Pur dovendo qualsiasi operazione di assistenza finanziaria perseguire l'interesse proprio della società che la ponga in essere, è innegabile che la decisione di accordare prestiti o di fornire garanzie ad altri soggetti per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie sia influenzata da una volontà esterna ad essa, promanante da un centro d'imputazione di interessi in grado di esercitare sulla società stessa la signoria del potere. In tale situazione la delibera autorizzativa testè menzionata dovrà essere assunta nel rispetto della disciplina prevista dall'art. 2497-*ter* c.c. in tema di attività di direzione e coordinamento, e quindi dovrà essere analiticamente motivata e «*recare puntuale indicazione delle ragioni e degli interessi la cui valutazione ha inciso*» sulla deliberazione medesima. Inoltre, di tale deliberazione dovrà essere «*dato adeguato conto*» nella relazione sulla gestione ex art. 2428 c.c. che gli amministratori sono tenuti a predisporre quale documento accompagnatorio al bilancio dell'esercizio in cui l'operazione di assistenza finanziaria sia stata autorizzata dall'assemblea straordinaria della società amministrata, indipendentemente dalla sua effettiva attuazione che potrebbe anche intervenire in un esercizio successivo.

d) Deve ritenersi che l'autorizzazione assembleare all'operazione di assistenza finanziaria debba precederne il compimento e non possa essere accordata *ex post*, ossia in ratifica dell'operazione già compiuta. La mancanza dell'autorizzazione preventiva è infatti ravvisata motivo di invalidità dell'operazione medesima.

e) Da ultimo, sull'argomento, un interesse particolare riveste il ruolo del notaio officiato, in qualità di segretario dell'assemblea straordinaria, dell'incarico di redigerne il verbale. Si applicano, nella fattispecie, le disposizioni dell'art. 2436 c.c., ed in particolare quella del co. 3 della stessa norma? A stretto rigore di diritto dovrebbe risponderci in senso negativo, poiché l'oggetto della deliberazione attiene all'espressione di un'autorizzazione assembleare e non ad una modificazione dell'atto costitutivo. Tuttavia - come s'è detto - il verbale dell'assemblea deve essere «*depositato entro trenta giorni per l'iscrizione nel registro delle imprese*» e, pur in mancanza di un'espressa previsione al riguardo, deve ritenersi che legittimato a tale deposito e alla contestuale richiesta d'iscrizione del verbale sia il notaio, e soltanto il notaio, come avviene per tutti i verbali delle assemblee straordinarie delle società per azioni. Spetta dunque al notaio valutare - in esito al controllo di legittimità sostanziale che gli è rimesso dalla legge - se sussistano i presupposti per procedere al deposito del verbale assembleare contenente la delibera autorizzativa nel registro delle imprese, con contestuale richiesta dell'iscrizione; se tali presupposti a suo giudizio non dovessero sussistere, egli non potrebbe che comportarsi come prescritto dal citato co. 3 dell'art. 2436 e dalla stessa disciplina della professione notarile.

3.2.3. *Rinvio alle norme in materia di acquisto e di disciplina delle azioni proprie*

Ulteriore condizione di validità delle operazioni di assistenza finanziaria anzidette è che i finanziamenti concessi e le garanzie prestate dalla società alla propria controparte per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni da essa emesse sia contenuto nel limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili, come stabilito dall'art. 2357, co. 1, c.c. per l'acquisto di azioni proprie: limite dal quale deve peraltro venire sottratto l'importo utilizzato per l'eventuale acquisto di azioni proprie (co. 6).

La norma non fa tuttavia alcun riferimento alla disposizione dell'art. 2359-*bis* c.c. che identico limite pone per l'acquisto di azioni o quote della società controllante. Non v'è dubbio che questa omissione rappresenti una lacuna del novellato art. 2358, co. 6: e quando una norma è lacunosa, o evidenzia qualsiasi imperfezione, l'interpretazione che voglia darsene

presta il fianco ad incertezze e perplessità non irrilevanti. Intendendo privilegiare l'interpretazione logica rispetto a quella meramente letterale - di cui è nota la minore affidabilità - alla disposizione in questione non sembra potersi annettere altro significato che quello secondo cui l'ammontare «*degli utili distribuibili e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato*» si pone quale limite massimo dei prestiti suscettibili di essere da questa accordati e delle garanzie suscettibili di essere da questa fornite a terzi per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, al netto della parte già impiegata per l'acquisto sia delle azioni proprie sia delle azioni o delle quote della società controllante tenute in portafoglio. Ogni diversa ipotesi ermeneutica contravverrebbe all'equiparazione, operata dal legislatore, dell'acquisto di azioni o quote della società controllante all'acquisto di azioni proprie.

Inoltre, nel caso in cui «*le somme o le garanzie fornite*» siano «*utilizzate per l'acquisto di azioni detenute dalla società ai sensi dell'art. 2357 e 2357-bis*» (co. 4) - ossia per consentire alla controparte di acquistare le azioni proprie possedute dalla società che ponga in essere l'assistenza finanziaria - la medesima assemblea straordinaria che assume la delibera autorizzativa di cui al co. 2 della norma autorizza gli amministratori a disporre delle azioni proprie, ossia sostanzialmente ad alienarle, «*in deroga all'art. 2357-ter*» c.c., il quale prescrive che gli amministratori non possono disporre delle azioni proprie acquistate dalla stessa società emittente «*se non previa autorizzazione dell'assemblea, la quale deve stabilire le relative modalità*». Si ricorda, al riguardo, che le soglie un tempo fissate dagli artt. 2357 e 2357-bis c.c. nella misura del dieci per cento del capitale sociale per tutte le società per azioni - a cui l'art. 2358, co. 4, fa riferimento - successivamente alla novellazione di questo articolo sono state drasticamente modificate con la l. 9 aprile 2009, n. 33, da cui è stato abolito ogni limite per l'acquisto di azioni proprie da parte delle società che non fanno ricorso al mercato del capitale di rischio, mentre per queste ultime è stato mantenuto un limite nella misura del venti per cento del capitale sociale, cioè nella misura doppia rispetto a quella che era stata generalmente stabilita dalla norma originaria. In tale evenienza, il prezzo al quale le predette azioni saranno acquistate «*è determinato secondo i criteri di cui all'art. 2437-ter, secondo comma*», ossia secondo i criteri di determinazione del valore delle azioni da liquidare ai soci recedenti dalle s.p.a. non quotate; mentre, se la società è quotata in un mercato regolamentato, il prezzo di acquisto delle azioni in parola «*è pari almeno al prezzo medio ponderato al quale le azioni sono state negoziate nei sei mesi che precedono la pubblicazione dell'avviso di convocazione dell'assemblea*», che integra parimenti il criterio

di determinazione del valore delle azioni da liquidare ai soci recedenti dalle s.p.a. quotate.

Il secondo periodo dello stesso co. 6 dell'art. 2358 prescrive poi che a fronte dell'«*importo complessivo delle somme impiegate e delle garanzie fornite*» al fine di prestare assistenza finanziaria a terzi per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni «*una riserva indisponibile è iscritta*», per pari importo, «*al passivo del bilancio*» della società emittente. A parte il fatto che la riserva in questione va iscritta al netto, non già al passivo dello stato patrimoniale del suddetto bilancio (che si trovano entrambi nella sezione "avere", integrando tuttavia il patrimonio netto i mezzi propri della società, fra cui appunto le riserve, mentre al passivo affluiscono i debiti e i fondi per rischi ed oneri, che con le riserve non hanno nulla in comune), si è qui in presenza di una riserva di capitale del tutto analoga a quelle la cui costituzione è imposta dall'art. 2357-ter, co. 3, c.c. per fronteggiare il valore delle azioni proprie in portafoglio e dall'art. 2359-bis, co. 4, c.c. per fronteggiare quello delle azioni o quote della società controllante possedute. Si potrebbe anzi dire che non si tratti di tre distinte riserve, seppur *eiusdem generis et qualitatis*, bensì della stessa, ed unica, riserva contemplata dalla legge allo scopo di "neutralizzare" il valore sia delle azioni proprie, sia delle azioni o quote della controllante, sia dei prestiti accordati e delle garanzie prestate a terzi per acquistare o sottoscrivere azioni della stessa società emittente: riserva, dunque, il cui ammontare complessivo deve sempre essere pari al valore dei suddetti addendi. E non v'è dubbio che si tratti di una vera e propria riserva - e non di una mera posta rettificativa di elementi dell'attivo come fu detto, per quanto impropriamente, a proposito della riserva per azioni proprie in portafoglio - poiché essa pure adempie, al pari di ogni altra riserva, alla funzione di copertura di perdite; solo che nel caso di specie questa copertura avviene, per volontà del legislatore, in via anticipata rispetto all'eventuale verificarsi della perdita, avendo la riserva *de qua* la finalità ispirata a massima prudenza di antergare il *disaster case* della perdita integrale del valore degli *assets* che è mirata a fronteggiare nel momento stesso dell'acquisto di azioni proprie o di azioni o quote della società controllante oppure del sorgere del credito per il finanziamento concesso ai terzi beneficiari dell'assistenza finanziaria. Questa è la ragione per la quale, ove dovesse in seguito intervenire effettivamente una perdita di valore dei medesimi *assets*, la riserva in parola non potrebbe più essere utilizzata per coprirli, avendo già adempiuto alla stessa funzione in occasione della sua costituzione e non potendo pacificamente venire all'uopo impiegata una seconda volta. Ciò senza contare che la riserva di cui trattasi non è sempre e comun-

que destinata a rettificare il valore di elementi dell'attivo giacché, ad esempio, le garanzie offerte da una determinata società azionaria per agevolare soggetti terzi nel compimento di operazioni di acquisto o di sottoscrizione di azioni emesse dalla stessa società garante non vengono iscritte all'attivo del suo stato patrimoniale - non essendo né partecipazioni né crediti - per cui, in tal caso, non vi sarebbe alcun valore di attività da rettificare.

3.2.4. Altri rinvii normativi

Il nono ed ultimo comma dell'art. 2358 c.c. richiama e conferma le previsioni di due norme con le quali esso è intrinsecamente connesso, e precisamente quelle degli artt. 2391-bis («Operazioni con parti correlate») e 2501-bis («Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento»), altresì nota come *merger leveraged buy-out*). Diverse altre norme, peraltro, sono espressamente richiamate dall'articolo in esame, quali quelle degli artt. 2437-ter, 2357, 2357-bis, 2357-ter, nonché per implicito almeno quelle degli artt. 2365 ss., 2357-quater e 2359-bis, le quali parimenti devono intendersi sussunte nell'assetto dispositivo della disciplina dettata riguardo alle «Altre operazioni sulle proprie azioni», che è appunto la rubrica dell'art. 2358. Fra le norme richiamate implicitamente, come s'è visto poc'anzi, spicca in special modo quella dell'art. 2391 allorché l'assistenza finanziaria sia prestata per favorire l'attuazione di operazioni di *management buy-out*. Ma sicuramente - e questo si ritiene essere il senso dell'espresso richiamo circoscritto agli artt. 2391-bis e 2501-bis - tali specifiche disposizioni appaiono essere quelle su cui il legislatore del 2008 ha inteso porre particolare enfasi per segnalare la contiguità con la norma in questione e l'importanza ai fini della sua corretta applicazione.

3.3. La conferma del favor per l'azionariato dei lavoratori

All'unica condizione che le risorse destinate da una determinata società a prestare assistenza finanziaria - sotto il duplice profilo dell'erogazione di prestiti e della concessione di garanzie - per l'acquisto di azioni dalla stessa emesse non eccedano l'ammontare degli utili distribuibili e delle riserve disponibili di questa, le prescrizioni dettate dall'art. 2358 c.c. «non si applicano alle operazioni effettuate per favorire l'acquisto di azioni da parte di dipendenti della società o di quelli di società controllanti o controllate» (co. 8).

Questa disposizione è rimasta sostanzialmente immutata rispetto a quella contenuta nel co. 3 dell'art. 2358 c.c., nel testo previgente alla

riforma del 2008, e si colloca nel più ampio contesto degli interventi comunitari mirati a favorire la più ampia partecipazione dei lavoratori alle società per cui operano ed a quelle che sono con esse in rapporto di controllo: interventi fra i quali spicca la richiamata direttiva n. 68 del 2006 da cui – come pure è stato ricordato – ha tratto linfa il d.lgs. n. 142 del 2008 che la norma in esame ha novellato in modo significativo. E si pone altresì in linea con le legislazioni dei principali Stati membri della U.E. che da tempo hanno accordato particolare favore per quelle pratiche finalizzate a promuovere l'ingresso dei dipendenti nell'azionariato, e quindi di compartecipare alle sorti, delle società per cui lavorano, anche attraverso operazioni di *employees' o workers' o management buy-out* (v. *supra*, par. 2.2).

Può ben dirsi, dunque, che la riforma dell'art. 2358 sia valsa a “sdoganare” completamente le forme di assistenza finanziaria accordate nell'ambito delle suddette operazioni di *l.b.o.* volte all'acquisto della qualità di soci – ovvero al consolidamento di tale qualità, se già esistente – da parte dei dipendenti delle società *target*, le quali sono state appunto esentate dalla maggior parte delle regole procedurali cautelative introdotte dalla norma in riferimento, nella sua formulazione attualmente vigente. Ciò ha comportato alcune conseguenze meritevoli di attenzione per quanto specificamente concerne l'assistenza finanziaria finalizzata ad incentivare operazioni di *management buy-out*, consistenti segnatamente nell'applicazione, in occasione dello svolgimento delle medesime, delle regole a tutela dei soci e dei terzi stabilite dalle norme degli artt. 2391 e 2391-*bis* c.c., volte a prevenire i rischi insiti nell'agire degli amministratori in conflitto d'interessi rispetto alla società amministrata.

Con riguardo alla prima norma, concernente gli interessi degli amministratori, è in particolare rilevante l'obbligo di questi di fornire piena e trasparente informazione circa gli interessi di cui siano portatori per conto proprio o di terzi «*precisandone la natura, i termini, l'origine e la portata*» (co. 1), nonché il dovere di «*adeguatamente motivare le ragioni e la convenienza per la società dell'operazione*» (co. 2) facendo risultare con chiarezza tale motivazione dal verbale dell'adunanza consiliare.

Con riguardo alla seconda, concernente le operazioni con parti correlate – il cui contenuto precettivo si considera estensibile, conformemente all'orientamento degli interpreti, anche alle società non facenti ricorso al mercato del capitale di rischio – occorre integrarne le previsioni con quelle recate dal regolamento emanato dalla CONSOB il 12 marzo 2010, n. 17221, a mente del quale:

a) devono essere fissate idonee procedure interne che assicurino la trasparenza e la correttezza dell'operazione;

b) deve essere fornita un'adeguata informazione alla Commissione (da parte delle società ricadenti sotto il suo controllo) e al pubblico;

c) nel caso in cui venga espresso, nella seduta consiliare, voto contrario da parte di amministratori indipendenti, nonché, nell'adunanza assembleare, voto contrario della maggioranza degli azionisti "non correlati", la deliberazione avente ad oggetto il compimento di una delle operazioni in parola, ancorché approvata a maggioranza, non può ricevere esecuzione.

3.4. Considerazioni sul rapporto fra gli artt. 2358 e 2501-bis c.c.

Ricadono sotto l'imperio di queste due norme, congiuntamente considerate, alcune situazioni concrete che meritano di essere esaminate singolarmente.

3.4.1. La prima ricorre quando la società *target* conceda l'assistenza finanziaria - o mediante la concessione di un prestito o mediante il rilascio di garanzie - direttamente alla *newco* la quale, dopo averne acquistato le azioni, si fonda con la *target* stessa. Ancorché le due fasi della medesima operazione, unitariamente intesa, non siano contestuali, ma successive, e la fusione non converta il patrimonio della *target* in garanzia generica né in fonte di rimborso del debito precedentemente contratto dalla *newco*, giacché il credito dell'una e il debito dell'altra si estinguono per confusione in capo alla società emergente dalla fusione, è pacifico che debbano nella specie applicarsi le procedure più rigorose previste da entrambe le citate norme, ossia dall'art. 2358 per quanto concerne la prima fase e dall'art. 2501-bis per quanto concerne la seconda, tenuto conto della «sostanziale identità di effetti economici che l'operazione realizza nel suo complesso».

3.4.2. La seconda concerne l'applicabilità al *merger leveraged buy-out* normato dall'art. 2501-bis della disciplina stabilita dall'art. 2358 per l'ipotesi di assistenza finanziaria. La risposta non può essere che affermativa, dovendosi applicare a tutte le fattispecie di assistenza finanziaria, direttamente e indirettamente prestata, e quindi anche a quelle che abbiano quale sbocco finale la fusione fra le società *shell* e *target*.

3.4.3. La terza riguarda infine la sorte delle operazioni di *m.l.b.o.* attuate nel rispetto delle regole dettate dall'art. 2501-bis, ma non anche

di quelle dettate dall'art. 2358. Secondo una corrente di pensiero - tendente a valorizzare lo scopo precipuo della direttiva n. 68/2006, da cui il vigente art. 2358 promana, che consiste nella protezione del capitale sociale attraverso la mutuaione di condizioni analoghe a quelle che legittimano l'acquisto di azioni proprie - anche se il procedimento indicato dalla norma da ultima citata non sia stato integralmente seguito, ma sia stato predisposto un ragionevole piano industriale e finanziario dell'operazione, non potrebbe inferirsene l'illiceità del *m.l.b.o.* Tale illiceità dovrebbe tuttavia individuarsi - anche a mente di questa tesi interpretativa decisamente più elastica - qualora l'assistenza finanziaria esorbitasse il limite degli utili distribuibili e delle riserve disponibili della società *target*, ovviamente per la parte non già vincolata a neutralizzare il valore delle azioni proprie e delle azioni o quote della società controllante in portafoglio, giacché il rispetto del suddetto limite violerebbe in modo insanabile le disposizioni in materia di tutela dell'integrità del capitale sociale.

3.5. I rimedi per la violazione delle disposizioni degli artt. 2358 e 2501-bis c.c.

La prima azione che può essere intentata nei confronti della delibera di fusione (di qualunque delibera di fusione, sia chiaro, non essendoci al riguardo disposizioni specifiche per i *m.l.b.o.*) è l'*opposizione* dei creditori sociali avverso tale delibera, da eseguirsi nei «*sessanta giorni dall'ultima delle iscrizioni previste dall'art. 2502-bis*» - salvo che intervenga il pagamento dei creditori non consenzienti o il deposito delle somme corrispondenti presso una banca da parte delle società debitrice - ai sensi dell'art. 2503 c.c. (oppure dell'art. 2503-*bis* se i creditori siano obbligazionisti). Va tuttavia precisato che l'opposizione pare possibile solo qualora il progetto di fusione da redigersi a norma del combinato disposto degli artt. 2501-*bis*, co. 2, e 2501-*ter* c.c. non dimostri la sostenibilità dell'indebitamento assunto dalla *shell company* per acquisire il pacchetto azionario di controllo della *target*, o comunque faccia sorgere motivi di dubbio in ordine al pagamento dei creditori anteriori all'iscrizione del progetto di fusione nel registro delle imprese *ex art. 2501-ter*, co. 3.

Nei sessanta giorni offerti dalla legge ai creditori per fare opposizione, i soci delle società coinvolte nella fusione possono altresì impugnare le delibere di fusione delle rispettive società chiedendone, alternativamente, l'annullamento o la declaratoria di nullità, secondo le regole generali (art. 2377 ss. c.c.). Deve a questo proposito osservarsi che la falsità,

l'erroneità o il difetto dei presupposti dell'operazione di cui trattasi, ovvero i vizi logici delle assunzioni e delle argomentazioni a giustificazione della stessa contenute nel progetto di fusione, nelle relazioni che lo accompagnano e nell'attestazione di ragionevolezza degli esperti appaiono configurare altrettante cause di nullità per illiceità dell'oggetto della deliberazione in argomento, con la conseguenza che l'impugnativa della medesima può essere proposta entro tre anni dalla sua iscrizione nel registro delle imprese (art. 2379, co. 1, c.c.). Non possono invece dar luogo ad impugnativa le confutazioni di merito circa l'opportunità, la bontà, l'economicità e la profittabilità dell'operazione, cioè su quegli elementi di valutazione che impedirebbero anche al giudice di poter esprimere delle censure *ex post* sull'operazione di cui trattasi (c.d. *business judgment rule*).

La deliberazione *de qua* potrebbe inoltre integrare causa di recesso del socio: non in quanto tale, almeno per le s.p.a., poiché la fusione non è più causa di recesso dai tempi del codice di commercio, a meno che non comporti l'esclusione dalla quotazione delle azioni di una delle società fuse o incorporate (art. 2437-*quinquies* c.c.), ma qualora il *m.l.b.o.* determini, ad esempio, la trasformazione delle società che si fondono, o il cambiamento significativo del loro oggetto sociale, od ancora una delle cause legali o statutarie che legittimano l'*exit* del socio secondo le previsioni degli artt. 2437 (per le s.p.a.) e 2473 (per le s.r.l.). Si ricorda invece che la fusione è divenuta causa di recesso *ex se* per le società a responsabilità limitata. In tutti i casi in cui la delibera in questione sia, anche potenzialmente, suscettibile di provocare l'esercizio del diritto di recesso dei soci, gli amministratori – sentito il parere del collegio sindacale e del soggetto incaricato della revisione legale dei conti – hanno l'obbligo di predisporre e depositare presso la sede sociale, nei 15 giorni precedenti la data fissata per l'assemblea, la determinazione del valore di liquidazione delle azioni per le quali il diritto di recesso dovesse eventualmente venire esercitato: predisposizione e deposito che costituiscono condizione di validità – e non mera condizione di efficacia – della deliberazione medesima.

Inoltre, il socio della *target* che a seguito dell'acquisizione del controllo su di essa da parte della *shell company* venga altresì assoggettata all'attività di direzione e coordinamento di questa potrebbe recedere anche senza attendere l'assunzione – e dunque l'iscrizione – della delibera di fusione della *target* stessa per effetto della disposizione dell'art. 2497-*quater*, co. 1, lett. c), c.c. a mente della quale: «*Il socio di società soggetta ad attività di direzione e coordinamento può recedere ... all'i-*

nizio e alla cessazione dell'attività di direzione e coordinamento, quando non si tratta di una società con azioni quotate in mercati regolamentati e ne deriva un'alterazione delle condizioni di rischio dell'investimento e non venga promossa un'offerta pubblica di acquisto». Il ricorso a tale norma è dunque preordinato a consentire comunque l'*exit* dei soci minoritari della società eterodiretta che lo desiderino anche preliminarmente alla fase attuativa del *m.l.b.o.*: o ad iniziativa della società che esercita l'attività di direzione e coordinamento, la quale potrebbe essere obbligata a lanciare un'o.p.a. sulle azioni della *target* nel caso in cui questa sia quotata *ex art.* 106 t.u.f.; o per volontà dei soci stessi, mediante appunto la dichiarazione del recesso per fatto sostanzialmente imputabile alla controllante che – anche semplicemente in via presuntiva, come enunciato dall'art. 2497-*sexies* c.c. – abbia dato inizio all'attività di direzione e coordinamento della *target*.

Nota bibliografica

Sull'argomento in generale e sugli specifici aspetti trattati attinenti la trasformazione cfr., senza pretesa di esaustività: G. MARASÀ, *Le trasformazioni eterogenee*, in *Riv. not.*, 2003, p. 585 ss.; L. DE ANGELIS, *Le operazioni di trasformazione, fusione e scissione nella legge delega per la riforma del diritto societario*, in *Riv. soc.*, 2002, p. 41 ss.; ID., *La trasformazione nella riforma del diritto societario*, in *Società*, 2003, p. 383 ss.; ID., *Osservazioni sull'invalidità della trasformazione*, in *Società*, 2003, p. 1437 ss.; ID., *Trasformazione, fusione e scissione: riflessi concorsuali della riforma societaria*, in *Fall.*, 2004, p. 353 ss.; ID., *Trasformazioni eterogenee: sottintesi e reticenze della legge di riforma*, in *Società*, 2005, p. 1220 ss.; ID., *Trasformazione, fusione e scissione*, in AA.Vv., *Diritto commerciale*, Bologna, 2010, p. 443 ss.; V. SALAFIA, *La trasformazione delle società nella riforma*, in *Società*, 2004, p. 1064 ss.; A. CETRA, *Le trasformazioni "omogenee" ed "eterogenee"*, in AA.Vv., *Il nuovo diritto delle società* diretto da P. Abbadessa e G.B. Portale, 4, Torino, 2007, p. 133 ss.; P. FERRI - R. D'AMORE, *Trasformazioni eterogenee atipiche*, in *Fisco*, 2011, fasc. 1, p. 5886 ss.; M. SARALE, *Le trasformazioni*, in AA.Vv., *Le operazioni societarie straordinarie*, nel *Tratt. dir. comm.* diretto da G. Cottino, V, Padova, 2011, p. 237 ss.

Ed inoltre, sul *merger leveraged buy-out* e sulla nuova disciplina dell'assistenza finanziaria, cfr., ancora senza pretesa di esaustività: G. PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, nel *Tratt. delle s.p.a.* diretto da G.E. Colombo e G.B. Portale, 2, Torino, 1991, p. 467 ss.; P. MONTALENTI, *Il leveraged buyout*, Milano, 1991; M.S. SPOLIDORO, *Incorporazione della*

controllante nella controllata e “leveraged buy out”, in Società, 2000, p. 81 ss.; L. PICONE, Orientamenti giurisprudenziali e profili operativi del leveraged buy out, Milano, 2001; L. DE ANGELIS, Considerazioni sulla valutazione delle azioni proprie nel bilancio d’esercizio e sulla correlativa riserva, in Giur. comm., 2002, I, p. 48 ss.; P. CARRIÈRE, Il leveraged financing e il project financing alla luce della riforma del diritto societario: opportunità e limiti, in Riv. soc., 2003, p. 995 ss.; L. PICONE, Il leveraged buy-out nella riforma del diritto societario, in Contr. e impr., 2003, p. 1391 ss.; P. MONTALENTI, Il leveraged buyout nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario, in Giur. comm., 2004, I, p. 791 ss.; A. MALGUZZI, La disciplina del leveraged buy-out dopo la riforma del diritto societario, in Riv. dott. comm., 2005, p. 1035 ss.; L. DE ANGELIS, La valutazione delle partecipazioni costituenti immobilizzazioni finanziarie nel bilancio d’esercizio: il criterio del costo, Milano, 2007, p. 273 ss.; D. GALLETTI, Leveraged buy out e interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie, in Giur. comm., 2008, I, p. 433 ss.; N. ABRIANI, Società per azioni: costituzione, patti parasociali e struttura finanziaria, in AA.VV., Il nuovo diritto societario diretto da G. Cottino ed a., Bologna, 2009, p. 35 ss.; A. DENTAMARO, Le azioni, ivi, p. 219 ss.; V. SALAFIA, Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l’art. 2501 bis c.c., in Società, 2009, p. 575 ss.; N. ABRIANI, Il capitale sociale dopo la “nuova” Seconda Direttiva e il d.lg. 4 agosto 2008, n. 142: sulla c.d. “semplificazione” della disciplina dei conferimenti in natura, dell’acquisto di azioni proprie e del divieto di assistenza finanziaria, in Riv. dir. impr., 2009, p. 227 ss.; I. DEMURO, L’assistenza finanziaria nell’acquisto di proprie azioni, in Giur. comm., 2009, I, p. 229 ss.; P. CARRIÈRE, La nuova disciplina dell’assistenza finanziaria, in Società, 2010, p. 7 ss.; L. ARDIZZONE, Le azioni proprie nella fusione e nella scissione, Milano, 2010; ID., Assistenza finanziaria: spunti in relazione all’attività bancaria, in Società, 2011, p. 1029 ss.; S. CERRATO, Le operazioni di leveraged buy out, in AA.VV., Le operazioni societarie straordinarie, nel Tratt. dir. comm. diretto da G. Cottino, V, cit., p. 527 ss.; C. CINCOTTI, Merger leveraged buy-out, sostenibilità dell’indebitamento e interessi tutelati dall’ordinamento, in Riv. soc., 2011, p. 634 ss.; R. MORO VISCONTI, Le differenze di fusione, tra incapacità d’indebitamento e dividend covenants, ivi, p. 361 ss.; S. CACCHI PESSANI, L’assistenza finanziaria per l’acquisto e la sottoscrizione di azioni proprie, Milano, 2012; L. DE ANGELIS, Riflessione sulla partecipazione dei lavoratori alla gestione delle imprese, in Riv. dir. impr., 2012, p. 81 ss.

Abstract

This paper analyses, firstly, several topical aspects of the transformations, etherogeneous too; and subsequently the regulation currently in force relating to both merger leveraged buy-out and financial assistance, i.e. the loans and guarantees given to a third party by a joint-stock company aimed at purchasing its own shares. Such operations, whose legitimacy was deeply uncertain in the past, are now expressly allowed, although under several conditions for the sake of shareholders' and creditors' protection.