

## Note

### Il “MLBO”. L'inderogabile equilibrio tra conformità al dettato normativo ed interessi dei soci e dei creditori coinvolti dall'operazione

A cura di **Edoardo Filippo Giardino** (partecipante all'Executive Master in Avvocato d'Affari – MI)

(1) Per un approccio preliminare sull'argomento, AA. VV., *Fusione - Scissione*, in G. E. Colombo e G. B. Portale (dir. da), *Trattato delle società per azioni*, Tomo I, Torino, 2004, p. 274 ss.; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, in *Quaderni di Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2007, p. 53 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, in *Rivista del notariato*, Milano, 2008, p. 1029 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, Scioglimento e liquidazione, trasformazione, fusione e scissione, artt. 2484 – 2510*, in P. CENDON (a cura di), *Commentario al codice civile*, Milano, 2010, p. 820 ss.; M. PERRINO, *Art. 2501, Delle società - dell'azienda - della concorrenza*, artt. 2452 – 2510, in D. U. SANTUOSSO (a cura di), E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del codice civile*, Tomo \*\*\*, Torino, 2015., p. 1479 ss.; F. GALGANO, *Le società*, in *Diritto Commerciale*, Bologna, 2006, p. 503 ss.. Per una succinta visione sull'evoluzione giurisprudenziale, Trib. Milano, 27 novembre 2008, in *Giustizia a Milano*, 2008, p. 74 ss.; Cass. pen., 18 maggio 2006, n. 23730, in *Cass. pen*, 2007, p. 3256 ss.; Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Società*, 2000, p. 75 ss., con nota di M. S. Spolidoro; Trib. Milano, 27 ottobre 1997, in *Giur. it.*, 1998, p. 1440 ss., con nota di N. Abriani.

(2) Sulla genesi, la diffusione, le tipologie e le relative figure giuridiche affini (“project financing”, “outsourcing” e “securitization”) dell'istituto di matrice statunitense del «leveraged buy out», S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., pp. 62 ss. e 70 ss.; P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario*, Piacenza, 2003, pp. 17 ss. e 28 ss.; ODCEC ROMA, *Il leveraged buy-out. Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive*, *Le Guide*, in *Fisco*, Roma, 2014, p. 9 ss.; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, *Diritto societario Opinioni, Fusione*, in *Società*, Milano, 2010, p. 959 ss.; P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, *Editoriale Società*, in *Corriere Giuridico*, Milano, 2003, p. 706.

(3) In chiave comparatista (dottrina statunitense, ordinamento inglese e dottrina tedesca), F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, Scioglimento e liquidazione, trasformazione, fusione e scissione, artt. 2484 – 2510*, op. cit., p. 826 ss..

(4) La prassi vede, con maggior frequenza, l'utilizzo di società di nuova costituzione sottocapitalizzate “Special purpose vehicle” o “BidCo” poiché, il tipo di operazione in sé considerata, trova il suo fulcro nello sfruttamento della “leva finanziaria” - ovvero, secondo gli economisti, del «rapporto tra l'indebitamento totale e le attività totali di una società» - posizionando dunque la garanzia di solvibilità sulla società obiettivo. In tal senso, «quando il rendimento sulle attività totali

supera il costo del debito, il ritorno netto (scontate, cioè, le imposte) sul capitale proprio della società aumenta notevolmente quanto è più alto il rapporto di leva determinando quell'effetto moltiplicativo sul capitale investito che rende vantaggioso l'affare». Sull'argomento P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario, op. cit.*, p. 17 ss. e p. 23. A. VICARI, *Art. 2501 bis, Delle società - dell'azienda - della concorrenza*, artt. 2452 – 2510, in D. U. SANTUOSSO (a cura di), E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del codice civile*, Tomo \*\*\*, Torino, 2015, p. 1495; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out, op. cit.*, p. 961.

(5) Ad ogni modo, non è inusuale compiere “Mlbo”, specialmente nelle operazioni infragruppo, anche mediante l'utilizzo di società già operative. Sul tema, P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario, op. cit.*, p. 42. Per una disamina sulle tipologie di acquisizioni con indebitamento, *Ivi*, p. 35 ss.. Inoltre, secondo prassi, ove la “BidCo” risulti partecipata anche dai soggetti venditori, si tenderà, al fine di evitare il divieto di cui all'art. 2343 *bis*, cod. civ., ad utilizzare una società di non nuova costituzione. Sull'argomento, ODCEC ROMA, *Il leveraged buy-out. Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive, op. cit.*, p. 22.

(6) Per “controllo” si deve riferire, secondo dottrina maggioritaria, ad un «concetto [più, *n.d.r.*] ampio ed elastico» dell'elencazione di cui all'art. 2359, comma 1, nn. 1), 2) e 3), cod. civ., ovverosia, rispettivamente, del controllo interno di “diritto” e di “fatto” ed esterno “contrattuale” purché idoneo a consentire al “raider” di deliberare, integrando i “quorum deliberativi” (anche rafforzati), la fusione della “target” con la “new company”. Gli interpreti osservano come, nell'ipotesi di cui al n. 2), tale controllo vada mantenuto in maniera perdurante anche posteriormente alla fusione, onde poter correttamente dirigere, nell'ottica del profitto, l'attività d'impresa nella direzione enucleata all'interno dell'originario “business plan”. Quanto al numero 3) lo stesso ben può fungere da collante (sindacati di voto) tra pacchetti azionari (facenti capo ad altri soci) al fine di raggiungere, anche in via indiretta, il controllo dell'ente. Vedasi, AA.Vv., *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie, Giurisprudenza commerciale*, Milano, 2008, p. 441 ss.; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 54 ss; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, pp. 1055 e 1056; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 828; A. VICARI, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 1494; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out, op. cit.*, pp. 961, 962 e 963.

(7) Sull'argomento, F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 829 ss.. Più precisamente, per capitale finanziato (a debito) s'intende [A. VICARI, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 1495] «qualsiasi forma di denaro che la società abbia ricevuto da terzi con obbligo di restituzione ad una data prestabilita, senza che rilevi la tipologia di contratto. Deve tuttavia sussistere un collegamento funzionale tra debito e acquisizione». Concorde, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, pp. 59 e 60. Per

osservazioni in dottrina sul concetto di “misura dell’indebitamento”, G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, op. cit., p. 1055 ss..

(8) Come verrà meglio esposto, con tale locuzione si intende generalmente una banca, la quale erogherà uno o più finanziamenti a breve e medio / lungo termine sulla base del contratto di mutuo “di scopo” concluso tra le parti. In tal senso, V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, op. cit., p. 961.

(9) Tale complessa operazione ben potrebbe essere finanziata anche dai soci stessi del “veicolo” o, in ipotesi di scalata “amichevole”, dalla “target” anche mediante prestito obbligazionario. In tale ultimo caso, però, secondo i limiti dello stesso art. 2358, cod. civ., in quanto ci si ritroverebbe al di fuori della norma di cui all'art. 2501 bis, cod. civ. poiché, inoltre, debiti e crediti dello scalatore e dell'acquisito si estinguerebbero per compensazione all'atto della fusione. Sull'argomento e, più in generale, sul tema del finanziamento dei soci, N. DE LUCA, *Art. 2358, Delle società - dell'azienda - della concorrenza*, artt. 2247 - 2378, in D. U. SANTUOSSO (a cura di), E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del codice civile*, Tomo \*, Torino, 2015, p. 1239 ss.; ODCEC ROMA, *Il leveraged buy-out. Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive*, op. cit., p. 19 ss.; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, op. cit., pp. 961 e 962.

(10) Sul concetto di “garanzia” operata dal patrimonio della società acquisita quale elemento essenziale della fattispecie, in dottrina, F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 831.

(11) Intendendosi per tale, propriamente, il “free cash flow”, ovvero sia «il flusso che residua dopo aver sottratto dal flusso di cassa autogenerato le porzioni di questo vincolate alla ricostituzione dei capitali permanenti e dei capitali a breve (capitali circolanti) che sono stati sacrificati per effetto della produzione», [M. FANNI, in S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op.cit., p. 11].

(12) Per un cenno in dottrina sull'elemento “tempo” all'interno della fattispecie in analisi, F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 830.

(13) Intendendosi il patrimonio sociale quale “garanzia generica” nell'ipotesi in cui lo stesso già contenga l'ammontare del debito contratto dal promotore o, diversamente, “fonte di rimborso” ove lo stesso sia la fonte generatrice del danaro da destinarsi all'estinzione dell'obbligazione pecuniaria contratta dal veicolo. Quindi, il patrimonio della società bersaglio, ai sensi dell'art. 2501 bis, cod. civ., sistematizzato il rapporto tra divieto di finanziamento e fusione mediante acquisizione con indebitamento riconoscendone espressamente la sua legittimità in forza di un riformulato art. 2358, cod. civ., dovrà essere «capiente o potenzialmente» tale. In tal senso, V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, op. cit., p. 963. Altresi, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., p. 60 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, op. cit., p. 1056 ss..

(14) Cfr. nt. 13.

(15) Sul punto, P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, op. cit., p. 705 ss.. Concorde, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., p. 31 ss..

(16) Per una disamina sulle parallele correnti di pensiero, P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, Art. 2358 c.c., *Diritto commerciale e societario Opinioni*, in *Società*, Milano, 2010, p. 10 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, Art. 2501 bis, op. cit., pp. 821 e 822.

(17) Legge delega per la riforma del diritto societario del 3 ottobre 2001, n. 366.

(18) P. SCHLESINGER, *Merger leveraged buy out e riforma societaria*, op. cit., p. 706.

(19) Per una meglio compiuta visione d'insieme si riporta il testo del previgente art. 2358, cod. civ. rubricato «Altre operazioni sulle proprie azioni. La società non può accordare prestiti, né fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle azioni proprie. La società non può, neppure per tramite di società fiduciaria, o per interposta persona, accettare azioni proprie in garanzia. Le disposizioni dei due commi precedenti 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. In questi casi tuttavia le somme impiegate e le garanzie prestate debbono essere contenute nei limiti degli utili distribuibili regolarmente accertati e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio regolarmente approvato.».

(20) Si tratta del D.lgs. 4 agosto 2008, n. 142, di cui agli artt. 1 e 23 della legge delega 25 febbraio 2008, n. 34, attuativo della direttiva 2006 / 68 / CE (“Nuova Seconda Direttiva”) del 6 settembre 2006 del Parlamento Europeo e del Consiglio del 6 settembre 2006, modificativa, a sua volta, della precedente direttiva 77 / 91 / CEE del Consiglio (“Seconda Direttiva”) relativa alla costituzione, salvaguardia e alle modificazioni del capitale sociale delle società per azioni. Per un approfondimento, P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria*, *Diritto commerciale e societario Opinioni*, Art. 2358 c.c., op. cit., p. 7 ss.; M. P. FERRARI, *D. Lgs. n. 142 / 2008: conferimenti, acquisto di azioni proprie e altre operazioni della società sulle proprie azioni*, *Diritto commerciale e societario • Normativa, Azioni*, in *Società*, Milano, 2008, p. 1427 ss..

(21) In dottrina, sullo strumento del “Mlbo” già ante riforma, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., pp. 22 e 30 e p. 65 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, op. cit., p. 1031 ss; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, Art. 2501 bis, op. cit., p. 821 e p. 823 ss.; M. S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e leveraged buy out*, *Fusione, Giurisprudenza*, in *Società*, Milano, 2000, p. 75 ss.. In giurisprudenza, Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Corriere giur.*, 2003, p. 206 ss.; Cass. pen., 2000, n. 5503, in *Notariato*, 2001, 3, p. 239; Trib. Milano, 13 maggio 1999, cit.; Trib. Milano, 14 maggio 1992, in *Foro it.*, 1992, I, p. 2829 ss..

(22) Cfr. nt. 21.

(23) Per un autorevole commento sulla rinomata sentenza “Trenno” [Trib. Milano, 13 maggio 1999, *cit.*] vedasi M. S. SPOLIDORO, *Incorporazione della controllante nella controllata e leveraged buy out*, *op. cit.*, p. 81 ss..

(24) *Cfr.* nt. 23.

(25) Con l'ingresso del riformulato art. 2358, cod. civ., eliminato il divieto “assoluto” di finanziamento e garanzia (sottoposto ora a specifici requisiti di forma e dimensione), inserita all'ultimo comma la clausola di esclusione nei confronti dell'art. 2501 *bis*, cod. civ., si può dunque operare ogni tipo di tecnica di acquisizione mediante indebitamento (“Lbo”) prevista dalla prassi d'oltremare posto che, ove non rientrante nella esatta procedura di cui all'art. 2501 *bis*, cod. civ., ben potrà essere ad esso esteso per analogia o sottoposto, secondo il caso concreto, all'art. 2358, cod. civ.. Sul tema, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, *op. cit.*, p. 69 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, *op. cit.*, p. 823; V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, *Diritto commerciale e societario Opinioni, Azioni proprie*, in *Società*, Milano, 2009, p. 579 ss..

(26) Conforme sul punto, AA.Vv., *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, *op. cit.*, pp. 433 e 434; S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, *op. cit.*, p. 40.

(27) Si veda, G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, *op. cit.*, p. 1041 ss..

(28) Per un approfondimento sull'argomento, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, *op. cit.*, p. 65 ss..

(29) In tal senso, V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, *op. cit.*, p. 960; V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, *op. cit.*, p. 575 ss..

(30) Si riporta qui di seguito l'ultimo comma del riformulato art. 2358 cod. civ. «Resta salvo quanto previsto dagli articoli 2391 *bis* [operazioni con parti correlate, *n.d.r.*] e 2501 *bis* [fusione a seguito di acquisizione con indebitamento, *n.d.r.*]».

(31) Per un approfondimento del rinnovato rapporto tra art. 2358, cod. civ. e art. 2501 *bis*, cod. civ., V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, *op. cit.*, p. 576 ss..

(32) Sul punto, A. VICARI, *Art. 2501 bis*, *op. cit.*, p. 1492 ss..

(33) *Cfr.* S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, *op. cit.*, p. 45 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, *op. cit.*, p. 1043.

(34) Vedasi nota n. 28. Altresi, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, *op. cit.*, p. 68 ss..

(35) In questo senso anche, F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 832.

(36) V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, *op. cit.*, p. 578 ss..

(37) P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria, Art. 2358 c.c.*, *op. cit.*, p. 1430 ss.; V. SALAFIA, *Il nuovo art. 2358 c.c. e la relazione con l'art. 2501 bis c.c.*, *op. cit.*, p. 580.

(38) Sulla funzione del piano industriale e finanziario e sui correlati concetti di “cambio di controllo” e tutela del patrimonio sociale quali elementi distintivi tra “Mlbo” (leciti) e “Merger leveraged cash out” (illeciti) vedasi, AA.Vv., *Leveraged buy out ed interessi tutelati: appunti per la ricognizione della fattispecie*, *op. cit.*, p. 434 ss.; P. CARRIÈRE, *La nuova disciplina dell'assistenza finanziaria, Art. 2358 c.c.*, *op. cit.*, p. 13.

(39) Articolo inserito in attuazione della seconda direttiva CEE dal D.P.R. 10 febbraio 1986, n. 30, disciplinate un divieto, prima assente all'interno del codice civile, già ampiamente riconosciuto dalla giurisprudenza la quale riteneva operante, anche per il tipo S.r.l., l'art. 2358, cod. civ. dedicato alla S.p.A.. Sul punto, M. SPERANZIN, L. MIOTTO, *Art. 2474, Delle società - dell'azienda - della concorrenza*, artt. 2452 – 2510, in D. U. SANTUOSSO (a cura di), E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del codice civile*, Tomo \*\*\*, Torino, 2015, p. 542 ss..

(40) *Cfr. nt. 21.*

(41) In dottrina, G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata*, *op. cit.*, p. 1036 ss. e p. 1060 ss.; M. SPERANZIN, L. MIOTTO, *Art. 2474, op. cit.*, p. 544.

(42) In tal senso, P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario*, *op. cit.*, p. 35 ss..

(43) Esemplificando si potrà riscontrare, conclusione di un contratto di “mutuo di scopo” con garanzia reale immediatamente posteriore ad un contratto di “cessione e acquisizione di quote societarie” seguito da fusione (in “senso proprio” o per incorporazione “diretta” o “inversa”) con successivo ulteriore contratto di (ri)finanziamento con garanzia reale a medio / lungo termine volto ad estinguere l'originario debito.

(44) Per un confronto sulla prassi in ambito di “Lbo”, P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario*, *op. cit.*, p. 40; ODCEC ROMA, *Il leveraged buy-out. Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive*, *op. cit.*, p. 22 ss..

(45) Sul punto, P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario*, *op. cit.*, p. 41 ss..

(46) In tal senso, *Ivi*, p. 40.

(47) *Cfr. nt. 46.*

(48) Per un approfondimento sul tema, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, pp. 87 e 88; P. FAVA, P. FUSCHINO, *Il leveraged buy out aggiornato al DL. 61/02 e allo schema di Decreto Legislativo di riforma del diritto societario, op. cit.*, pp. 40 e 41.

(49) Nella prassi, i finanziatori, provvedono altresì all'erogazione di ulteriore danaro finalizzato all'estinzione delle linee di credito anteriori all'operazione, nell'ottica di un globale risanamento dell'ente volto ad assicurarne l'esatta performance preordinata nel "business plan". Sul punto, ODCEC ROMA, *Il leveraged buy-out. Tra valide ragioni economiche, abuso del diritto e fobie antielusive, op. cit.*, p. 23.

(50) Con riguardo alle fasi della fusione, F. GALGANO, *Le società, op. cit.*, p. 503 ss.. Con riferimento al rapporto "genere a specie" tra l'istituto della fusione e il "Mlbo", S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 39 ss..

(51) La posizione del socio (di minoranza) della "target" non deve essere vista quale posizione di sfavore in quanto, in primo luogo, con la diluizione della partecipazione del promotore a seguito di fusione ben può darsi che i suddetti si trovino a detenere, potenzialmente, una partecipazione maggiore (benché proporzionalmente di eguale valore alla precedente) in termini di diritto di voto e utili ed inoltre, normalmente, ove l'operazione avesse buon esito beneficerebbero anche l'oro del ritorno sull'investimento realizzato dal "raider". Questo in quanto, la comune volontà delle parti, in un mercato che opera in chiave dinamica, non è certo di distruggere valore ma, bensì, di crearne. Sull'argomento, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 12 ss. e p. 20.

(52) Il creditore, a seguito dell'operazione, si troverà a concorrere, quasi sicuramente in via subordinata, con il credito originante dal finanziamento contratto dal promotore (poi rifinanziato con garanzia reale sugli "assets"). Per tali ragioni, diversamente dal socio il quale assume volontariamente il rischio d'impresa, si verificherà comunque una "riallocazione" del rischio d'impresa anche su di esso, con peggioramento del "rischio di credito"; ragione, tale ultima, che giustifica l'istituto dell'opposizione. Sul tema, *Ivi*, p. 17 ss..

(53) Sull'istituto dell'opposizione dei creditori e degli obbligazionisti, M. PERRINO, *Art. 2503-2503 bis, Delle società - dell'azienda - della concorrenza*, artt. 2452 – 2510, in D. U. SANTUOSSO (a cura di), E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del codice civile*, Tomo \*\*\*, Torino, 2015, p. 1498 ss. e p. 1505 ss.. In giurisprudenza, Cass., 5 marzo 1991, n. 2321, in *Foro it*, 1991, I, p. 1801 ss.; Trib. Milano, 14 novembre 2011, in *Giur. it.*, 2012, 6, p. 1352 ss., con nota di O. Cagnasso.

(54) Per un approfondimento sulla questione, G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 1045 ss..

(55) *Cfr.* nt. 54.

(56) *Cfr.* nt. 55.

(57) Inteso nella sua più ampia accezione, ricomprendendo non soltanto crediti liquidi ed esigibili ma, bensì, qualunque ragione di credito vantata nei confronti della società a qualunque titolo. S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 115.

(58) Sul punto, *Ivi*, p. 123 ss..

(59) Quanto alla natura del pregiudizio subito dal creditore, risalente dottrina si vedeva già contrapposta in due distinte correnti. Una prima, prevalente, [G. FERRI, V. SALANDRA, G. COTTINO in S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 119, nt. 119] inquadrava tale danno quale «lesione della garanzia patrimoniale generica dei creditori, vale a dire nella insufficienza patrimoniale della società risultante dalla fusione, quale debitrice in luogo di quella originale». Di diverso parere v'era chi sosteneva [G. TANTINI, E. SIMONETTO, A. SERRA, C. SANTAGATA, in *Ivi*, p. 120, nt. 120] che il pregiudizio andasse ricondotto alla «lesione della garanzia commerciale, come fenomeno diverso e più ampio della lesione alla garanzia patrimoniale generica, consistente nell'incapacità dell'impresa debitrice di dare regolare e spontanea esecuzione al rapporto giuridico, e quindi nella sua insolvenza». Così, *Ivi*, pp. 118 e 120.

(60) *Cfr.* nt. 59.

(61) Per un approfondimento in dottrina, *Ivi*, p. 118 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 1049 ss..

(62) L'A. esemplifica ponendo il caso di "MIbo" deliberato nonostante l'attestazione negativa degli esperti o ancora il caso di fusione speciale *ex art. 2501 bis*, cod. civ., posta in essere con la procedura ordinaria. S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, pp. 163 e 164.

(63) Sul punto, *Ivi*, p. 121 ss. e p. 141 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 1049 ss..

(64) Per un approfondimento, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 176 ss..

(65) L'A. pone quale esempio di opposizione dei creditori - al fine di meglio mostrare la corretta operatività dell'istituto, ovvero sia, lamentare mediante opposizione la violazione di interessi giuridicamente protetti (violazione di norme) - il caso di un'opposizione alla fusione posta in essere in violazione delle norme disciplinanti il capitale sociale (soglia legale minima), sul punto, *Ivi*, p. 158.

(66) Sul possibile esperimento dell'azione revocatoria in ambito di "MIbo" e sui problemi afferenti la revoca delle garanzie *post* fusione si veda, *Ivi*, p. 186 ss. e p. 197 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, pp. 1050 e 1051.



(67) Sull'istituto, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 204 ss..

(68) Ai fini di un'analisi sul contenuto e sulle caratteristiche del progetto di fusione in generale e del modello "integrato" ex art. 2501 bis, cod. civ. si veda, *Ivi*, p. 34 ss. e p. 85 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 832; A. VICARI, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 1496; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out, op. cit.*, pp. 964 e 965.

(69) *Cfr.* nt. 41.

(70) *Cfr.* nt. 41.

(71) Sul tema, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 218 ss..

(72) Secondo pressoché unanime dottrina [PICONE, FABBRINI, CARRIÈRE in F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, pp. 833 e 834], il mancato riferimento nell'art. 2501 bis, co. 3, cod. civ. alla "natura" delle "ragioni che giustificano l'operazione" permetterebbe di porre fine a quell'orientamento pre-riforma che ricollegava la liceità dell'operazione alle sole ragioni a carattere industriale. Sul punto, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 90 ss.; *Ivi*, p. 832 ss..

(73) Sul concetto di "fonte delle risorse finanziarie" e sulle differenze con la locuzione di "risorse finanziarie" di cui al comma secondo medesima norma vedasi F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 834.

(74) Sulla relazione dell'organo amministrativo nelle fusioni ordinarie e in quella mediante leva finanziaria, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 34 ss., p. 89 ss. e p. 98 ss.; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out, op. cit.*, p. 965 ss.; A. VICARI, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 1497.

(75) *Cfr.* nt. 74.

(76) *Cfr.* nt. 74.

(77) L'A. ritiene tale "obiettivo" riferito all'operazione considerata nella sua interezza, essendo la fusione una delle molteplici fasi dell'intero procedimento. F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 834.

(78) *Cfr.* nt. 77.

(79) Ove la società incorporante o l'ente derivante dalla fusione sia una S.p.A. od una S.a.p.Az. la nomina spetterà, ex art. 2501 *sexies*, co. 3, cod. civ., al tribunale del luogo in cui ha sede la società in oggetto. Inoltre, ove società con azioni quotate in borsa, l'esperto verrà scelto tra le società sottoposte alla vigilanza Consob. In questo senso, attesa la rilevanza del documento (analisi della congruità del "rapporto di cambio" e dei criteri di attribuzione del "valore risultante" e dunque del

valore delle società partecipanti alla fusione) si tende a garantire una relazione imparziale ed equilibrata a tutela dei soci e del ceto creditorio.

(80) Diversa dall'ipotesi di eccezionale incongruità del rapporto di cambio da parte dell'esperto la quale è da ritenersi non vincolante per i soci i quali possono comunque procedere con la delibera del progetto di fusione. Si veda, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., p. 103; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, op. cit., pp. 835 e 836.

(81) Sul contenuto della relazione degli esperti ex art. 2501 *sexies*, cod. civ. e degli ulteriori obblighi in ipotesi di "Mlbo", S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., p. 34 ss. e p. 36 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 834 e p. 835 ss.; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, op. cit., pp. 967 e 968; A. VICARI, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 1496.

(82) Criterio valutativo già presente nel panorama giurisprudenziale [Cass., 24 novembre 2000, n. 15189, in *Foro it. Mass.*]. Concorde, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., p. 37 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 834.

(83) Cfr. nt. 45.

(84) Cfr. nt. 45.

(85) Con la Massima n. L.B.7 la Commissione società del Comitato notarile Triveneto sottolinea come non sia «richiesta la predisposizione della relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti della società obiettivo o della società acquirente, prevista dal comma 5 dell'art. 2501 *bis*, cod. civ., solo nelle ipotesi in cui tutte le società partecipanti alla fusione siano società non azionarie e non siano soggette all'obbligo di revisione legale dei conti; in tutte le altre ipotesi invece la relazione deve essere sempre predisposta».

(86) Con riferimento alla relazione del soggetto incaricato della revisione legale dei conti, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione*, op. cit., p. 104 ss.; F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 837 ss.; V. SANGIOVANNI, *Indebitamento, acquisizione e fusione: il merger leveraged buy out*, op. cit., p. 968 ss.; A. VICARI, *Art. 2501 bis*, op. cit., pp. 1496 e 1497.

(87) Cfr. nt. 86.

(88) Sul punto, A. VICARI, *Art. 2501 bis*, op. cit., p. 1497. Con riferimento specifico alla relazione degli esperti, Massima n. L.B.2 della Commissione società del Comitato notarile Triveneto.

(89) Trattasi, rispettivamente, delle ipotesi di (fusione ordinaria per) «Incorporazione di società interamente possedute» e «Incorporazione di società possedute al novanta per cento». Nel primo caso, il legislatore, in buona sostanza, prevede l'esclusione dell'art. 2501 *ter*, primo comma, nn. 3), 4), 5), cod. civ. e degli artt. 2501 *quinques* e 2501 *sexies*, cod. civ.,

affidando, altresì, su disposizione statutaria, la sua deliberazione, salvo opposizione del 5 % della compagine sociale, agli organi amministrativi. Per un approfondimento, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 110 ss..

(90) In tal senso, nella prassi, il notaio redigerà il verbale di assemblea recante la delibera di approvazione della fusione ed effettuerà, successivamente, in sede di iscrizione *ex art.* 2436, cod. civ. del suddetto atto presso il R.I., il c.d. “controllo omologatorio”, assumendo, al contempo, responsabilità per le attestazioni implicite compiute a garanzia di legalità della procedura di “Mlbo”. G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 1057 ss.. Nel secondo, invece, esclude l'applicazione degli artt. 2501 *quater, quinquies, sexies e septies*, cod. civ. ove concesso ai soci di minoranza il diritto di far acquistare, a “prezzo di recesso”, le proprie azioni o quote dalla società incorporante e prevede la possibilità che la stessa sia decisa, quanto alla società incorporante, salvo opposizione del 5% del capitale sociale, dall'organo amministrativo. F. M. SBARBARO, V. ZAMBRANO, *Art. 2501 bis, op. cit.*, p. 839 ss..

(91) Sull'argomento, AA. VV., *Fusione - Scissione, op. cit.*, p. 278; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 1050 ss.; M. PASQUINI, *Art. 2504 quater, Delle società - dell'azienda - della concorrenza, artt. 2452 – 2510*, in D. U. SANTUOSSO (a cura di), E. Gabrielli (dir. da), *Commentario del codice civile*, Tomo \*\*\*, Torino, 2015., p. 1574 ss..

(92) *Cfr.* nt. 91.

(93) Diversa sarà l'ipotesi di vizio di nullità afferente l'atto costitutivo dell'ente *post* fusione, in quanto, secondo autorevole dottrina [F. GUERRERA, in M. PASQUINI, *Art. 2504 quater, op. cit.*, p. 1579, nt. 13], ritenendo operante, anche in tale sede e in via analogica, l'art. 2332, cod. civ., ben potrà verificarsi un effetto sanante dell'atto di fusione seguito, di contro, da una dichiarazione di nullità dell'ente, atteso il differente, benché interconnesso, ambito di operatività delle suddette norme. Sul punto, *Ivi*, pp. 1578 e 1579.

(94) Sulla tutela “obbligatoria” dei soci e dei terzi danneggiati dalla fusione, S. CACCHI PESSANI, *La tutela dei creditori nelle operazioni di merger leveraged buy-out. L'art. 2501-bis e l'opposizione dei creditori alla fusione, op. cit.*, p. 211 ss.; G. CAPPARELLA, *Le operazioni di merger leveraged buyout nella riforma societaria con particolare riferimento alla società a responsabilità limitata, op. cit.*, p. 1051 ss.; M. PASQUINI, *Art. 2504 quater, op. cit.*, p. 1578.