

FUSIONE A SEGUITO DI ACQUISIZIONE CON INDEBITAMENTO

1. Introduzione

La fusione a seguito di acquisizione con indebitamento è un istituto di diritto privato introdotto nell'ordinamento dalla novella di diritto societario, entrata in vigore l'1 gennaio 2004.

La materia è regolata dagli articoli 2501 *bis* c.c. e seguenti ed è caratterizzata dalla compravendita del controllo da una società ad un'altra e dall'indebitamento, garantito dal patrimonio sociale e dalla redditività della gestione, assunto dalla società acquirente. La provvista, così procacciata, costituisce il corrispettivo del controllo compravenduto.

In considerazione del puntuale regolamento normativo, che richiede ragioni giustificative dell'operazione, si può ritenere che la fusione in parola sia, di per sé, un tipo del genere più ampio disciplinato dall'articolo 2501 c.c. e sia destinata, quanto prima e più esattamente, ad essere definita dalla dottrina e dalla giurisprudenza.

Il modello è mutuato dall'esperienza anglosassone ed è generalmente noto come *leveraged buy out*: letteralmente, acquisto del controllo mediante ricorso alla leva finanziaria.

Il presente studio si propone di offrire un contributo al dibattito (in corso nei convegni, nella letteratura e nelle aule di tribunale) sul contratto a formazione progressiva, in genere e, in particolare, sulle caratteristiche del contratto in esame.

2. Il contratto a formazione progressiva

Il rapporto che si costituisce tra le parti in base ad un progetto, all'esito di trattative che consentono di verificare le utilità reciproche, che si attua con gradualità programmata, è un contratto a formazione progressiva¹.

I requisiti del rapporto sono costituiti da un progetto economico che richiede varie capacità, ciascuna delle quali viene conferita dalle parti, due o più di due, e dall'impegno sinergico profuso nel corso della graduale realizzazione del progetto.

Le capacità conferite nel rapporto sono molto varie, potendo consistere in capacità tecniche, nel conferimento di beni o servizi, in rapporti economico-giuridici preesistenti, in attività esclusive².

¹ *“Nei contratti a formazione progressiva, nei quali l'accordo delle parti su tutte le clausole si raggiunge gradatamente, il momento perfezionativo del negozio è, di regola, quello dell'accordo finale su tutti gli elementi, principali e accessori, salvo che le parti abbiano inteso vincolarsi negli accordi raggiunti sui singoli punti riservando la disciplina degli elementi secondari. Pertanto, l'impegno assunto in sede di trattativa negoziale di mantenere fermo per un certo periodo di tempo il prezzo offerto, non postula necessariamente l'intento di considerare tale impegno, anche se relativo ad un punto essenziale, quale proposta irrevocabile, ben potendo esso costituire soltanto un momento del processo formativo del contratto senza efficacia vincolante, ove l'accordo delle parti non sia stato raggiunto sulla totalità degli elementi costitutivi”,* Cass. 7 gennaio 1993, n. 77, in *Giur. Italiana*, 1994, I, 110; nonché, successiva conforme, *cfr.* Cass. 24 ottobre 2003, n. 16016: *“In tema di contratti ed in ipotesi di contratti a formazione progressiva, nei quali l'accordo delle parti su tutte le clausole si raggiunge gradatamente, il momento di perfezionamento del negozio è di regola quello dell'accordo finale su tutti gli elementi principali ed accessori, salvo che le parti abbiano inteso vincolarsi negli accordi raggiunti sui singoli punti, riservando la disciplina degli elementi secondari. Ne consegue che l'ipotesi prevista dall'ultimo comma dell'art. 1326 cod. civ. - secondo cui un'accettazione non conforme alla proposta equivale a nuova proposta - ricorre anche quando le modifiche richieste in sede di accettazione siano di valore secondario”,* in *Archivio Civile*, 2004, 915 ss.; sul punto è sopravvenuto anche l'insegnamento delle Sezioni Unite Civili: *“In ipotesi di contratti a formazione progressiva, nei quali l'accordo delle parti su tutte le clausole si raggiunge gradatamente, il momento del perfezionamento del negozio è di regola quello dell'accordo finale su tutti gli elementi principali ed accessori, salvo che le parti abbiano inteso vincolarsi negli accordi raggiunti sui singoli punti, riservando la disciplina degli elementi secondari. Ne consegue che l'ipotesi prevista dall'ultimo comma dell'art. 1326 c.c. - secondo cui un'accettazione non conforme alla proposta equivale a nuova proposta - ricorre anche quando le modifiche richieste in sede di accettazione siano di valore secondario”,* Cass. S.U. 12 gennaio 2007, n.412, in *I Contratti*, 2007, X, 845.

² Il contratto cosiddetto di *know-how*, che è *“un contratto sinallagmatico atipico, è pienamente valido nel nostro ordinamento giuridico a norma dell'art. 1322 II comma c.c., consistendo nel*

Le trattative consentono di prospettare e valutare le capacità reciproche, allo scopo di esercitare le proiezioni d'uso di un pre-progetto.

La fattibilità è precedente: consente la visione di un rapporto utile al perseguimento dello scopo richiesto dalle prospettive di mercato. Non è immediata la distinzione tra fase precontrattuale e fase contrattuale, a differenza che nel rapporto istantaneo, caratterizzato dallo scambio contestuale delle prestazioni o delle obbligazioni.

Il termine della fase precontrattuale, nel rapporto istantaneo, coincide con la cessazione delle trattative, in un senso o nell'altro: verifica della insussistenza delle condizioni di contratto ovvero stipula ed esecuzione del contratto. Responsabilità contrattuale e responsabilità precontrattuale costituiscono il corollario delle due fasi.

Nell'ambito della fase precontrattuale, si possono realizzare, in effetti, varie fasi contrattuali, ciascuna delle quali è propedeutica alla successiva, costituendone la condizione

Il progetto è sia programma, che trattativa tra le parti. Trattativa e contratto si intrecciano, pertanto, indissolubilmente. L'esigenza di distinguere tra trattativa e contratto e di qualificare il rapporto è fondamentale per valutare la responsabilità delle parti, ma soprattutto, nell'ambito di tale tipo contrattuale, l'effettiva sussistenza del rapporto conclusivo progettato e l'efficacia degli scambi

*trasferimento, nelle più diverse forme, delle conoscenze tecniche, da sole o in unione ad altre utilità, contro un determinato corrispettivo", cfr. Cass. 20 gennaio 1992, n. 659 in *Ventiquattrore Avvocato Contratti*, 2007, II, 66, annotata da E. MARCHESI. In dottrina, "lo si può sicuramente considerare un contratto atipico in quanto supera il giudizio di meritevolezza imposto dall'art. 1322", F. GALGANO, in *I contratti di know-how, I contratti del commercio dell'industria e del mercato finanziario*, 1995, 1129 ss.. Il know-how è stato definito come un "insieme non divulgato delle informazioni tecniche brevettabili o no che sono necessarie alla riproduzione industriale come tale, e nelle stesse condizioni, di un prodotto o di un processo", Cass. 17 giugno 1981, n. 3931, mentre la segretezza quale elemento caratterizzante il suo oggetto è stata sancita in maniera incisiva in Cass. 28 giugno 1985, n. 3881 (estratto da P. MANDARINO, *Territorialità dell'I.v.a. nel trasferimento di "know-how"*, in *Forum Fiscale*, 2006, III, 73).*

conformemente intervenuti tra le parti. Costituiscono applicazioni del contratto in esame varie fattispecie ricorrenti nella pratica degli affari, tra cui il *project financing*, il patto di famiglia, il *trust*, il *franchising*.

Lo stesso concordato preventivo fallimentare è fattispecie del genere, come la Suprema Corte, esaminando gli elementi del negozio, tra cui la causa astratta e concreta, ha esattamente precisato nella nota sentenza a Sezioni Unite 23 gennaio 2013³, n. 1521.

La disciplina applicabile è prevista dal codice civile e dalle leggi speciali, in coerenza necessaria, queste ultime, e non in concorrenza con la previsione codicistica, come la Suprema Corte non cessa di precisare ogniqualvolta una fattispecie del genere è sottoposta al suo esame: come negli ultimi tempi, ad esempio, è accaduto per il *trust*, recepito dall'ordinamento tramite un trattato⁴ e sottoposto, in sede giudiziaria, alla verifica del puntuale rispetto delle disposizioni normative nazionali⁵.

³ "In tema di concordato preventivo, il giudice ha il dovere di esercitare il controllo di legittimità sul giudizio di fattibilità della proposta di concordato, non restando questo escluso dall'attestazione del professionista, mentre rimane riservata ai creditori la valutazione in ordine al merito del detto giudizio, che ha ad oggetto la probabilità di successo economico del piano ed i rischi inerenti. Il menzionato controllo di legittimità si realizza facendo applicazione di un unico e medesimo parametro nelle diverse fasi di ammissibilità, revoca ed omologazione in cui si articola la procedura di concordato preventivo, e si attua verificandosene l'effettiva realizzabilità della causa concreta: quest'ultima, peraltro, da intendersi come obiettivo specifico perseguito dal procedimento, non ha contenuto fisso e predeterminabile, essendo dipendente dal tipo di proposta formulata, pur se inserita nel generale quadro di riferimento finalizzato al superamento della situazione di crisi dell'imprenditore, da un lato, e all'assicurazione di un soddisfacimento, sia pur ipoteticamente modesto e parziale, dei creditori, da un altro", in *Le società*, 2013, IV, 442 ed in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2013, III, 279 con note di F. DE SANTIS, I. PAGNI e A. DI MAJO.

⁴ Il 1° gennaio 1992 è entrata in vigore la legge 16 ottobre 1989, n. 364, a mezzo della quale l'Italia ratificava la Convenzione de L'Aja del 1° luglio 1985 sulla legge applicabile al *trust* e al suo riconoscimento.

⁵ *Cfr.* le due ordinanze della VI sezione Civile Tributaria, depositate il 24 febbraio 2015 (n. 3735 e n. 3737), in *IL SOLE* 24 ORE, quotidiano, articolo di A. BUSANI dell'8 marzo 2015 "La Cassazione "smonta" il trust".

Devono, pertanto, essere presenti e rispettati in ogni rapporto contrattuale i requisiti previsti dall'art. 1325 c.c., pena la nullità, con ogni conseguente effetto di legge, *ex* articoli 1418 c.c. e seguenti.

3. Il contratto di *leveraged buy out*

Il rapporto si svolge tra due, o più, società e comporta la cessione del controllo dall'una all'altra, *rectius* dai soci di controllo dell'una, definita *target*, all'altra società, di solito costituita *ad hoc*. L'esito delle trattative e del percorso negoziale prevede il conclusivo atto di fusione tra le due società. La società acquirente, in cui sono confluiti gli interessi dei nuovi soci di controllo, costituendo un unico centro di interessi, si fonde nella società acquisita, trasferendo il debito. In virtù della previsione normativa (art. 2501 *bis* c.c.), "*per effetto della fusione il patrimonio di quest'ultima (società target) viene a costituire garanzia generica o fonte di rimborso di detti debiti*".

Il patrimonio viene, pertanto, onerato, nell'ambito e per gli effetti dell'operazione, dal debito assunto, prima della fusione, dai nuovi soci di controllo nel proprio interesse esclusivo.

In difetto delle giustificazioni richieste dalla inequivoca previsione di legge (evidentemente utili allo sviluppo dell'attività di impresa, non potendosi ritenere *en principe* che la legge preveda o consenta operazioni disutili o gravose), la società acquisita subisce l'ingiustificata depauperazione del patrimonio sociale e il reddito di impresa viene contratto dalla imputazione degli oneri straordinari. In mancanza di verificabili ragioni preordinate allo sviluppo dell'attività di impresa, l'onere improprio può candidare la società alla crisi e merita di essere valutato

sotto il profilo della liceità e nella prospettiva della verifica di validità del rapporto, pur tenendo conto della disciplina speciale della fusione. Si tratta, infatti, sotto il profilo strutturale, di contratto a formazione progressiva, negoziato tra due, o più, parti, concluso nell'atto di fusione e soggetto alla disciplina dei contratti e della fusione di specie.

4. Scopo della fusione

L'articolo 2501 *bis* c.c. prevede espressamente che il controllo costituisce l'oggetto del negozio e subordina la praticabilità dell'operazione alla indicazione, nel progetto di fusione, delle risorse finanziarie *“previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione”* e alla relazione che *“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”*⁶.

La norma precisa anche che la relazione debba attestare la *“ragionevolezza”* delle indicazioni contenute nell'atto di fusione. Vale a dire, tali indicazioni devono essere credibili e perseguibili sulla base del progetto, delle risorse, degli obiettivi programmati dell'attività di impresa.

⁶ L'Unione Nazionale dei Giovani Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili ha ritenuto, in una recente circolare inerente ai profili di problematicità dell'istituto, che *“... potrebbe configurarsi la fattispecie del negozio in frode alla legge allorquando la fusione, deviando dalla funzione tipica assegnata dal legislatore, fosse attuata esclusivamente per altro scopo ... il discrimen per valutare la frode alla legge dell'operazione consisterebbe nell'effettiva esistenza di un programma imprenditoriale e industriale idoneo allo sviluppo ... concreto ed attento a salvaguardare l'equilibrio finanziario della società ... in altre parole la traslazione del debito non deve essere il fine esclusivo dell'operazione”* (*“Profili giuridici di problematicità del merger leveraged buyout”*, circolare UNGDCEC n. 8 del 2009).

L'esperienza italiana dei primi anni di attuazione dell'istituto in questione non è stata particolarmente felice. Numerose sono state le operazioni e numerosi sono stati i dissesti aziendali provocati dalle operazioni.

Nel prosieguo, sono riferiti i giudizi conclusivi di due giornalisti che hanno svolto una inchiesta nell'anno 2009. Soccorre, a questo proposito, l'esperienza anglosassone, che ha registrato notevoli e ripetuti successi con il tipo dell'operazione di specie, noto come *management buy out*. Molto sinteticamente, l'acquisizione del controllo mediante indebitamento è curata dai dirigenti, competenti e impegnati nell'attività, di solito nell'occasione della successione dell'imprenditore o della dismissione del ramo di azienda di interesse. L'operazione è caratterizzata dalla qualità dei soggetti acquirenti. Capaci, ma sprovvisti di risorse, i dirigenti sono ritenuti meritevoli di credito, essendo, tra l'altro, particolarmente interessati nella riuscita dell'attività di impresa e nel consolidamento dell'avviamento. Altra fattispecie concretamente idonea alla praticabilità dell'operazione prevede il conferimento di tecnologia, da parte della società acquirente, che bilancia l'onere, diversamente improprio, provocato a carico del patrimonio sociale. In difetto di scopo, l'operazione merita di essere valutata sotto il profilo della validità.

5. Validità della fusione

Trattandosi di contratto a formazione progressiva, soggetto al rispetto dei principi e delle norme che presidiano le obbligazioni (*ex artt. 1173 e 1218 c.c.*) e il contratto (*ex artt. 1321 c.c. e seguenti*), il negozio risponde sia a tali disposizioni, che alla disciplina della fusione e, in particolare, quanto

all'invalidità, all'articolo 2504 *quater* c.c., articolato in due commi: “*eseguite le iscrizioni ... l'invalidità dell'atto di fusione non può essere pronunciata*” (primo comma), “*resta salvo il diritto al risarcimento del danno eventualmente spettante ai soci o ai terzi danneggiati dalla fusione*” (secondo comma). Quest'ultima previsione normativa tutela – è evidente – l'affidamento riposto dai terzi nella valida costituzione della società oggetto della fusione e nei rapporti con essa intrattenuti, che l'ordinamento privilegia rispetto al rapporto originariamente negoziato tra le parti (cedente e cessionaria del controllo) del contratto.

Due sono pertanto le fasi sottoposte a verifica di validità: la prima, preparatoria alla fusione, la seconda, consistente nell'atto di fusione. Il vaglio concerne la sussistenza e compresenza degli elementi del contratto, *ex* articolo 1325 c.c., oltre alla liceità della causa e alla conformità ad ordine pubblico, *ex* articolo 1418 c.c., quanto alla prima fase, e la regolarità dell'atto di fusione, quanto alla seconda.

Gli effetti di invalidità della prima fase negoziale che, a sua volta, si può distinguere in vari momenti negoziali, non si riverberano sulla validità formale dell'atto conclusivo, per quanto appena precisato, con la riserva dei danni, ma permangono tra le parti.

Per cui, la causa concreta, eventualmente illecita, sanzionata dall'articolo 1418 c.c. con la nullità, non è sostanzialmente sanata dalla barriera posta dall'articolo 2504 *quater* c.c. (rispetto alla dichiarazione di invalidità), ma svolge i suoi effetti, sia tra le parti che nei confronti dei terzi, salvo che per la dissoluzione della società.

Due effetti, in particolare, meritano di essere espressamente menzionati: la legittimazione all'azione di nullità, *ex art. 1421 c.c.* e l'imprescrittibilità, *ex art. 1422 c.c.*⁷

6. Responsabilità

La disciplina delle responsabilità, rispetto agli obblighi precedenti l'atto di fusione, è prevista dall'articolo 2504 *bis* c.c., primo comma: *“la società che risulta dalla fusione o quella incorporante assumono i diritti e gli obblighi delle società partecipanti alla fusione, proseguendo in tutti i loro rapporti, anche processuali, anteriori alla fusione”*⁸.

L'espressione adottata dalla norma è inequivoca e non consente dubbi interpretativi. Le responsabilità dell'una e dell'altra società si trasferiscono nella società sopravvissuta alla fusione, che risponde in prima persona, risolvendo ogni questione di legittimazione attiva e passiva.

⁷ La giurisprudenza in materia introduce il principio della *“imprescrittibilità relativa”*, posto che *“... l'imprescrittibilità dell'azione di nullità non si estende ai diritti relativi ai rapporti preesistenti sui quali il negozio nullo avrebbe dovuto incidere”* (Cass. 8 febbraio 1984, n. 960, in *Breviaria Juris* CIAN TRABUCCHI, 2014). In tema di ripetizione dell'indebito oggettivo, in particolare, è opportuno segnalare l'orientamento non consolidato della Cass. 13 aprile 2005, n. 7651, che stabilisce la decorrenza del termine di prescrizione dalla data del pagamento (e non dalla data della sentenza che dichiara la nullità del titolo sulla base del quale è stato effettuato il pagamento), mentre nella sentenza Cass. 12 settembre 2000, n. 12038, in GAROFOLI IANNONE, *Nel diritto Editore*, 2013, la decorrenza del termine è stabilita dal passaggio in giudicato della sentenza medesima (permanendo, prima di tale momento, l'esistenza del titolo che aveva dato luogo al pagamento, ad esclusione dell'esercizio del diritto di ripetizione).

⁸ *“La fusione tra società non determina, nelle ipotesi di fusione per incorporazione, l'estinzione della società incorporata, né crea un nuovo soggetto di diritto nell'ipotesi di fusione paritaria, ma attua l'unificazione mediante l'integrazione reciproca delle società partecipanti alla fusione, risolvendosi in una vicenda meramente evolutivo-modificativa dello stesso soggetto giuridico, che conserva la propria identità, pur in un nuovo assetto organizzativo”*, cfr. Cass. S.U. 8 febbraio 2006, n. 2637, in *Il Foro Italiano*, 2006, VI, 1, 1739 e, successive conformi, Cass, 21 ottobre 2011, n. 21916, e Cass. 11 aprile 2014, n. 8006, in <http://www.italgiure.giustizia.it>.

Una sentenza della Corte di Appello di Milano⁹ ha esaminato *funditus* la materia della responsabilità della società risultante dalla fusione, giungendo a conclusione che responsabilità contrattuale ed extracontrattuale possano coesistere.

In base alla premessa che *“nella materia speciale delle fusioni la regola della buona fede e della correttezza esige in particolare che gli organi sociali (gli amministratori, con i loro ausiliari esperti, e l’assemblea) osservino scrupolosamente tanto le disposizioni di legge quanto le regole tecniche – dispone la sentenza – nel caso in cui la fusione danneggi alcuni gruppi o categorie di azionisti, la responsabilità che ne consegue non integra (soltanto) gli elementi costitutivi della fattispecie della responsabilità aquiliana, di cui all’articolo 2049 cc, ma genera principalmente una responsabilità contrattuale immediata della società con un concorso tra la responsabilità contrattuale e quella extracontrattuale, dato che il medesimo fatto viola contemporaneamente tanto i diritti derivanti dal contratto, quanto i diritti spettanti alla persona offesa indipendentemente dal contratto stesso”*, e ne illustra ampiamente i motivi con riferimento ai due diversi rapporti che vengono lesi ed ai principi dell’adempimento obbligatorio e del *neminem laedere*.

Le disposizioni che disciplinano il contratto sono, pertanto, applicabili alla fattispecie della fusione in esame, con il limite previsto dall’articolo 2504 *quater* I comma c.c.: *“l’invalidità dell’atto di fusione non può essere pronunciata”*.

In concreto, la società non può essere sciolta per un motivo inerente alle modalità di fusione, ma i soci e i terzi danneggiati devono essere risarciti, in base

⁹ C.d.A. Milano 23 maggio 2003, La Fondiaria Assicurazioni s.p.a. contro Barbiani e altri, in *Le società*, 2013, IV, 442 ed in *Il fallimento e le altre procedure concorsuali*, 2004, V, 610, con nota di M. CASSOTTANA.

alle rilevanti regole di specie. E il contratto di società, formale e sostanziale limitatamente al rapporto tra i soci, è soggetto anche alle cause di nullità del rapporto, sanate di imperio, rispetto alla forma sociale adottata, dalla disposizione citata, che si propone come deroga parziale all'art. 1421 c.c. (legittimazione all'azione di nullità), ma non all'art. 1422 c.c. (imprescrittibilità dell'azione di nullità), entrambi sopra esaminati.

7. Ancora sullo scopo della fusione

Nel precedente paragrafo sullo scopo del tipo di fusione è stato trattato il tema del bilanciamento dell'onere di acquisizione trasferito sul patrimonio sociale nel favore, almeno apparentemente esclusivo dei soci di controllo. E sono state illustrate fattispecie conferenti.

Qualcuno sostiene, tuttavia, che anche l'attività finanziaria speculativa possa essere ammessa ai benefici della fusione con indebitamento. Posto che ricorrano le condizioni, di seguito esposte, e che tali condizioni “*giustificchino*” espressamente il ricorso all'istituto, non si può escludere *tout court* la liceità di una operazione speculativa. Ma deve essere illustrato e compreso cosa sia la speculazione finanziaria, non potendosi accettare la vulgata corrente che la “*rapina legalizzata*” – *absit iniuria verbis* – sia speculazione. Innanzitutto, perché non esistono rapine legalizzate.

L'ordinamento non le prevede, non le consente e, all'occorrenza, le sanziona. Esistono, piuttosto, diritti non azionati e tutele carenti. In concreto, non sono speculazioni le manipolazioni del mercato o le informazioni privilegiate, che, infatti, sono sanzionate dalla legge. Mentre possono essere considerate

speculative le “*scommesse*” sul prezzo dei titoli (quando non siano sostenute da manipolazioni o informazioni) o le acquisizioni a buon prezzo, nella prospettiva di un incremento immediato.

Comunque, le speculazioni non riuscite, costituendo evidente responsabilità esclusiva dei decisori (gli speculatori), non possono, ai sensi di legge, riverberare gli effetti negativi su terzi estranei o eventuali soci di minoranza irresponsabili della decisione, il cui diritto al risarcimento è, infatti, sancito, quanto alla fattispecie *de qua*, in particolare dalla previsione dell’art. 2504 *quater* c.c., secondo comma.

8 Precedenti e applicazioni

Il primo caso di specie noto è stato trattato dal Tribunale di Milano nel 1992¹⁰ ed ha riguardato la Farmitalia Carlo Erba, fino ad allora prima impresa farmaceutica italiana.

Il Tribunale non si è pronunciato direttamente sulla liceità dell’operazione di *leveraged buy out*, a causa della ravvisata inammissibilità del gravame frapposto

¹⁰ Trib. Milano 14 maggio 1992, Furlan c. Farmitalia Carlo Erba S.r.l., Nuova Montedison S.p.A. ed altri. L’importanza di questa decisione risiede nel fatto che, per la prima volta nel nostro ordinamento, è stata sottoposta all’attenzione dei giudici un’operazione societaria di *merger leveraged buy out*. Le affermazioni del Tribunale, per le quali, sulla base delle caratteristiche del caso concreto, l’operazione di MLBO non risultava né in contrasto con il divieto posto dall’art. 2357 c.c., essendo stato escluso che “*vi sia stato da parte della società acquisita acquisto di azioni proprie*”, né con l’art. 2358 c.c. in via diretta (dato che la società acquisita “*non ha accordato alcun prestito o fornito alcuna garanzia*” per l’acquisto delle proprie azioni), o in via indiretta attraverso la delibera di fusione (“*la fusione non comporta per la società acquisita una operazione di prestito o di garanzia finalizzata a fare acquistare sue azioni alla società acquirente*”), rivestono pertanto specifico rilievo di statuizioni incidentali. Esse, infatti, in considerazione della loro assoluta novità, hanno notevolmente influenzato il dibattito dottrinario che si è sviluppato sulla legittimità di tale operazione.

sulla delibera di fusione, ai sensi dell'articolo 2504 *quater* c.c.: tuttavia, i rilievi incidentali del Tribunale, in merito alla compatibilità dell'operazione con i divieti posti dagli articoli 2357 e 2358 c.c., hanno acquisito forza di *obiter dicta*, contribuendo a determinare negli anni successivi, nonostante un certo travaglio della giurisprudenza¹¹, l'orientamento del legislatore, in occasione della novella di diritto societario¹².

Le attese di successo di tale strumento, innovativo e, teoricamente, utile per imprenditori capaci, ma sprovvisti di risorse finanziarie, sono state, però, generalmente deluse dal ricorso inappropriato all'istituto, come ha dimostrato la pratica delle numerose operazioni realizzate in seguito alla novella.

Nel dicembre del 2009, una breve inchiesta giornalistica del Sole 24 Ore e di Corriere Economia, ha richiamato l'attenzione del pubblico sulle disparità

¹¹ Altra significativa operazione di *leveraged buy out* con fusione, sulla quale si è pronunciata la giurisprudenza italiana, con i provvedimenti emessi dai giudici civili sia in sede cautelare (a seguito della richiesta, avanzata da un socio dissenziente, di sospensione della delibera di fusione), sia in sede di giudizio di merito, è nota come "*caso Trenno*", cfr. Trib. Milano, 27 ottobre 1997, Bruni – Trenno S.p.A., in *Giurisprudenza italiana*, 1998, 1440; Trib. Milano, 13 maggio 1999, Bruni Pio c. Trenno S.p.A., in *Società*, 2000, 75. Nel caso concreto, il *leveraged buy out* ha assunto le caratteristiche di un *reverse merger LBO* e, cioè, fra le società coinvolte è stata realizzata una fusione c.d. inversa ovvero l'incorporazione della società controllante nella controllata. È stata ravvisata la probabile nullità di una fusione "*qualora l'istituto (della fusione) sia utilizzato nell'ambito di un'operazione di leveraged buy out come strumento di elusione del divieto di fornire garanzie per l'acquisto di azioni proprie*".

¹² Merita menzione specifica la pronuncia Cass. 18 maggio 2006, n. 23730: "*In tema di reati societari, a seguito della sostituzione dell'art. 2630 cod. civ. per effetto del D.Lgs. n. 61 del 2002, non costituisce illecito penale l'operazione, inquadrabile nel più ampio schema del c.d. "leveraged buy out", con la quale, di una società operativa, sia ceduto a credito parte del pacchetto azionario ad altra società, creata in modo strumentale per effettuare il detto acquisto con previsione di indebitamento e al fine di compiere attività di gestione di interesse della prima, per poi essere destinata alla fusione per incorporazione con la medesima e ripianare il debito con gli utili dell'attività posta in essere*", in *Diritto e pratica delle società*, 2007, XVII, 62, con commento di I. CARACCIOLI.

indotte dalle operazioni di *leveraged buy out* tra soci di controllo e soci di minoranza e sui dissesti di impresa, molti dei quali insanabili.

Un noto finanziere ha denunciato a Corriere Economia il mito della leva finanziaria, che rischia di seppellire *“sotto le macerie l'intero private equity, se non si smette di essere così aggressivi nei confronti delle aziende”* e un altrettanto noto banchiere non ha esitato a parlare di *“finanza asociale”* e di un *“club di businessmen ai quali non interessa minimamente il contesto e che preferiscono guadagnare cento milioni di dollari e pagarsi due bodyguard”*.

Infatti, il Corriere titolava *“Più macerie che vero sviluppo”* concludendo che *“la più grande operazione di politica industriale mai concepita nel nostro paese ha sottratto risorse alle imprese”*, invece di generarle.

Questo commentava la stampa specializzata nel 2009. Da allora, è successo di molto peggio, a causa del perdurante inappropriato ricorso alla fusione con indebitamento, con perdite miliardarie a carico del risparmio, sottratto alle imprese, oltre che ai legittimi titolari.

Allo stato, risulta un unico giudizio in corso nei confronti dei soci di controllo di una grande impresa acquisita tramite la fusione con indebitamento, affidato dai soci di minoranza allo scrivente Studio Legale.

9. Conclusioni

La materia trattata propone profili di interesse giuridico, economico, industriale e personale, per gli effetti devastanti a carico del risparmio e concerne, quindi, le istituzioni di settore, il sistema giudiziario, le associazioni di impresa e gli uffici studi, oltre che i risparmiatori, sostanzialmente privi di tutela organizzata.

Sono trascorsi oltre dieci anni dalla introduzione della novella di diritto societario, sei anni dall'inchiesta giornalistica, dinanzi ricordata, e dalle dichiarazioni rese alla stampa dal finanziere e dal banchiere, due anni dall'inizio del giudizio ricordato nel precedente paragrafo.

Nel frattempo, i danni collaterali provocati dai dissesti di impresa sono lievitati e l'economia ha risentito degli effetti distorsivi dell'impiego inappropriato delle risorse. È evidente che i tempi richiesti dalla evoluzione del pensiero giuridico e dal trapianto nel sistema giudiziario, a scopo di prevenzione o di risarcimento, nelle modalità tradizionali di adeguamento progressivo della giurisprudenza, sono superati dalla rapidità delle decisioni di assegnazione delle risorse e di gestione dei processi.

È richiesta una presa di coscienza collettiva di operatori ed utenti. Sono richieste modalità rapide di intervento nei processi distributivi delle risorse finanziarie a

tutela del mercato e del risparmio¹³. È, soprattutto, richiesto un dibattito ampio, vivace, ma alacre. *Tempus fugit*.

Studio Legale Scuro - Roma

Avv. Ugo Scuro

Avv. Nicola Scuro

Dott. Alessandro Scuro

¹³ È richiesta la consapevolezza che non esistono i cosiddetti "*fallimenti del mercato*" quanto, piuttosto, diritti non azionati e tutele mancate.