

OPERAZIONI STRAORDINARIE

I presupposti per riconoscere le fusioni LBO

di **Paolo Meneghetti** - Comitato Scientifico Master Breve 365



in convenzione con **CAMPUS UNIVERSITÀ**

ORDINE DEI DOTTORI COMMERCIALISTI
PERCORSO IN MODALITÀ E-LEARNING

GESTORE DELLA CRISI D'IMPRESA

Corso abilitante per l'iscrizione nel nuovo albo Gestori della Crisi, tenuto dal Ministero di Giustizia

iscriviti subito

La procedura di **fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (LBO)** si caratterizza, ai sensi dell'[articolo 2501 bis cod. civ.](#), per l'obbligo di fornire **informazioni aggiuntive rispetto alla fusione normale**, informazione che attengono da un lato nell'indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni assunte, dall'altra nel fornire un piano economico finanziario per garantire il rimborso del debito e i motivi che inducono a ritenere ragionevole l'operazione.

Il riconoscimento delle **fusioni LBO** parte dalla constatazione che **la società incorporante ha contratto un debito** per acquisire il controllo della società target o incorporanda.

Già in questo passaggio normativo emergono due tematiche di interesse: il tema della **finalizzazione del debito e quello del controllo**.

In primo luogo il **debito contratto deve essere finalizzato all'acquisto del controllo della società target**, ma tale destinazione non deve necessariamente essere manifestata, nel senso che è sufficiente che l'obiettivo per cui è assunto il finanziamento sia desumibile sulla base di **presunzioni semplici**.

Certamente la questione è più delicata nel caso in cui la società debitrice **non sia neocostituita, bensì sia già operativa**.

In tal caso la presunzione di finalizzazione del finanziamento dovrebbe emergere **sia dall'entità del finanziamento** che deve essere ragionevolmente correlata alla entità del debito contratto, sia dalla **vicinanza temporale tra l'assunzione del debito e la data di acquisto del controllo**.

Resta il fatto che **la finalizzazione non deve essere necessariamente manifestata** nel contratto

di debito, poiché ragionando a contrario sarebbe in tal caso **molto semplice evitare di inserire nel contratto tale finalizzazione** per evitare di applicare le procedure di cui all'[articolo 2501 bis cod. civ.](#)

Infine, dalla non necessità di esplicitazione dell'obiettivo del finanziamento emerge che si potrebbe ben verificare la situazione in cui il **finanziatore non sia a conoscenza di tale obiettivo**, il che nulla cambia in merito al fatto che il finanziamento realizzi il presupposto per l'applicazione delle procedure di LBO.

Sul punto autorevole dottrina afferma: *“Peraltro non pare necessario che la finalizzazione del finanziamento all'acquisizione del controllo di target assurga a causa del relativo contratto e dunque è ben possibile che tale finalizzazione sia addirittura **ignota al creditore**”* (Cfr. Federico Magliulo, *“La fusione post acquisizione con indebitamento nella disciplina del nuovo diritto societario”*, in Quaderni della Fondazione Italiana del Notariato).

Interessante è lo scenario che si manifesta **quando il finanziatore è socio**. In tal caso **rilevano solo i versamenti eseguiti con obbligo di restituzione**, ma anche in tema di finanziamenti in senso tecnico potrebbe porsi il problema della **postergazione** ([articolo 2467 cod. civ.](#), secondo il quale laddove il versamento del socio sia stato eseguito in un momento in cui risulta un **eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto**, la restituzione del finanziamento va postergata rispetto a tutti gli altri debitori).

Ve detto che il **finanziamento soci LBO** è tipicamente un **finanziamento non equilibrato rispetto al patrimonio netto della società** (tanto è che la società per restituirlo deve accedere alle risorse della società target acquisita), ma se così è allora vi è da chiedersi se ha senso applicare le procedure del [2501 bis cod. civ.](#) che proteggono i terzi, laddove essi terzi sono prima di tutto protetti dalla postergazione.

Sul punto il sopracitato autore afferma: *“Ma, se ciò è vero, se ne potrebbe dedurre che l'applicazione dell'articolo 2467 c.c. **dovrebbe escludere la necessità di adottare anche le cautele dell'articolo 2501-bis cod. civ.**”*.

In secondo luogo, l'[articolo 2501 bis cod. civ.](#) cita il termine **“controllo”** senza specificare a quale forma di controllo esso allude.

Ciò crea il dubbio se ogni forma di controllo (di diritto e di fatto) prevista dall'[articolo 2359 cod. civ.](#) rientri nell'ambito dell'LBO o solo il controllo di diritto.

Il tema presenta **varie interpretazioni in dottrina**.

Da una parte (Documento 50 Fondazione Aristeia), si sostiene che il silenzio del legislatore sulle varie forme di controllo induce a ritenere che **tutte quelle previste dall'[articolo 2359 cod. civ.](#) rientrino nei presupposti che generano gli obblighi informativi della procedura LBO**.

Dall'altra, e in modo più convincente a parere di chi scrive, si sottolinea che **solo il controllo di diritto è accertabile a priori** e quindi suscettibile di provocare le conseguenze in tema di fusione per acquisizione del controllo con indebitamento, nel senso che **le altre forme di controllo sono accertabili solo a seguito di eventi che potrebbero verificarsi dopo la procedura di acquisizione delle partecipazioni**, il che renderebbe impossibile rispettare gli obblighi informativi previsti dall'[articolo 2501 bis cod. civ.](#) (F.Magliulo, op. cit.)

Le **altre condizioni necessarie** affinché si realizzi la fattispecie della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento sono le seguenti:

- il **patrimonio della incorporanda** costituisce garanzia per il rimborso del debito;
- il **cash flow della incorporanda** è la fonte di rimborso del debito contratto dalla incorporante per l'acquisizione.

In merito al primo punto occorre capire **quando si verifica che il patrimonio della società target costituisca garanzia per il rimborso del debito** e tale verifica potrebbe rivelarsi non del tutto agevole, tranne che nella ipotesi in cui esplicitamente le partecipazioni della società target siano concesse in pegno al soggetto finanziatore.

Se ciò non si manifesta come verificare la sussistenza della garanzia?

La risposta va data integrando la prima delle condizioni sopra citate con la seconda, nel senso che **operata la fusione tra l'incorporante e la società target**, si avrebbe come ovvia conseguenza il fatto che entrambi i patrimoni delle due società **verrebbero a porsi come garanzia per il soddisfacimento delle obbligazioni delle due società**: ma questa è una **caratteristica intrinseca** di ogni fusione per cui sarebbe superfluo elevarla a condizione affinché si manifesti una operazione di fusione LBO.

Serve allora che vi sia un *quid pluris* per far sì che il patrimonio della target rivesta la funzione di garanzia specifica e ciò si realizza soltanto quando solo con detto patrimonio sia possibile rimborsare il debito, cioè il requisito 2 sopra citato.

Sul punto è stato affermato che: *“L'unico modo di attribuire al tenore letterale della legge un significato utile consisterebbe perciò nel concludere che la formula legislativa «richiede - per l'integrazione della fattispecie - che il debito contratto dalla società ecceda l'attivo patrimoniale della medesima società, al netto delle azioni da questa detenute in target (M.S. Spolidoro, Fusioni pericolose (merger leveraged buy out), in Quaderni della Fondazione del Notariato).*

A questo punto il riconoscimento della **relazione tra debito contratto e risorse della società target sarà del tutto agevole da individuare**, nel senso che **sarà sufficiente verificare la consistenza patrimoniale della società che contrae il debito per controllare se il suo attivo è almeno pari al debito stesso (ovviamente avendo cura di sottrarre dall'attivo le partecipazioni acquisite nella società target)**, e ove da tale confronto emerga che il debito supera l'attivo della società finanziata, si è in presenza di un finanziamento per restituire il quale si debba

attingere alle risorse della società target, cioè esattamente il requisito che realizza la fattispecie di fusione LBO.