

**LA FUSIONE TRAMITE INDEBITAMENTO
E LA RELAZIONE DELL'ESPERTO
(L.M. QUATTROCCHIO – G. SASSI)**

INDICE

1. Premessa.....	3
2. La disciplina civilistica.....	5
2.1. Profili generali.....	5
2.2. La relazione dell'esperto.....	11
3. La disciplina penalistica.....	13
4. La disciplina fiscale.....	15
4.1. Imposizione diretta.....	15
4.1.1. <i>La neutralità fiscale</i>	15
4.1.2. <i>Il riporto delle perdite fiscali</i>	16
4.1.3. <i>L'inerenza degli interessi passivi</i>	18
4.1.4. <i>La posizione della giurisprudenza tributaria</i>	20
4.2. L'imposizione indiretta.....	21
5. I modelli aziendalistici di riferimento.....	21
5.1. Il business plan.....	21
5.2. Le best practice.....	27
5.2.1. <i>La "Guida al piano industriale" di Borsa Italiana</i>	27
5.2.2. <i>Le "Linee-Guida alla redazione del Business Plan" del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili</i>	29
6. Conclusioni.....	30

1. Premessa.

Con il termine *Leveraged Buyout* (acquisizione con indebitamento) si intende una tecnica di acquisizione della partecipazione totalitaria o della partecipazione di controllo di una società di capitali, mediante il ricorso a capitale di prestito, il cui tratto distintivo e allo stesso tempo punto più problematico è rappresentato dal fatto che il debito contratto per l'acquisizione della società *target* viene trasferito sul patrimonio della stessa¹.

In questa particolare fattispecie, il debito diviene in sostanza uno “strumento di creazione di ricchezza”, allontanandosi dalla mera accezione di “posizione passiva del rapporto obbligatorio”, «*ma il debito deve essere pagato, e l'economia degli ultimi vent'anni è basata sul presupposto che ha negato questo principio*»².

L'operazione coinvolge una società acquirente (*raider*) – in genere costituita ai fini del compimento dell'operazione stessa (*newco*) – ed una società bersaglio (*target*).

Nell'ambito dell'operazione, la società acquirente:

- provvede a reperire, mediante indebitamento presso terzi, i mezzi finanziari necessari per effettuare l'acquisizione;
- costituisce in pegno le azioni o quote della società *target* appena acquisite, a garanzia del finanziamento ottenuto da terzi.

La presenza di una traslazione del debito di acquisizione dalla società *newco* alla società *target* è elemento distintivo del *Leveraged Buyout*, e si differenzia dalle operazioni che non prevedono il coinvolgimento di una società *target* nell'operazione di finanziamento, quali ad esempio le *asset sale transactions* o le *asset acquisitions*, che si concretizzano nell'acquisto diretto di cespiti del patrimonio della *target*, che la *newco* costituisce in garanzia del finanziamento ricevuto.

Da un punto di vista strutturale, il principale elemento distintivo fra le diverse varianti del *Leveraged Buyout* è il ricorso o meno alla fusione fra la *newco* e la *target*.

La tipologia più diffusa di *Leveraged Buyout* è il *Merger Leveraged Buyout* (fusione a seguito di acquisizione con indebitamento), il quale comprende appunto – quale fase di completamento dell'operazione – la fusione delle società coinvolte.

¹ MONTALENTI, *Articolo 2501-bis, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, Commentario diretto da G. Cottino, G. Bonfante, O. Cagnasso, P. Montalenti, Bologna, 2004, pag. 2312.

² ROSSI, *Dalla Regina Pecunia alla leva finanziaria*, in *Riv. soc.*, 2009, pag. 1434 s.

Altre tipologie meno frequenti sono il *management buyout*, quando i soci della *newco* sono anche amministratori della *target*, l'*employee buyout*, ove i soci della *newco* sono dipendenti della *target*, il *management buy in*, nell'ipotesi in cui soci della *newco* sono *manager* esterni e il *buy in management buy out*, in caso di forma mista che prevede l'ingresso di nuovi *manager* a fianco dei *manager* preesistenti.

Infine, se l'operazione vede la partecipazione preponderante di investitori professionali, si ricorre al termine *institutional buy out*.

Da un punto di vista storico, si sente parlare di *Leveraged Buyout* inizialmente negli Stati Uniti durante gli anni settanta, quando cominciano a presentarsi i primi casi di *going private*³.

Questa tipologia di operazione approda in seguito in Europa all'inizio degli anni novanta, generando in Italia un lungo e acceso dibattito, tanto in dottrina quanto in giurisprudenza, in merito alla sua liceità.

La controversia era rappresentata dal dubbio che la fattispecie comportasse il superamento dei limiti posti dall'art. 2358 c.c., il quale vieta la concessione – diretta e indiretta – di prestiti e garanzie per l'acquisto di azioni proprie.

Il Legislatore, nell'ambito della Riforma del Diritto Societario del 2003, ha tentato di fare chiarezza e fugare i dubbi relativi alla liceità del *MLBO* attraverso l'introduzione dell'art. 2501-*bis* c.c. in tema di fusione, che qualifica le iniziative economiche di questo tipo, sottoponendone la realizzazione ad un *iter* procedurale che prevede specifiche cautele, volte a garantire un'adeguata *disclosure* dei piani economico-finanziari.

Il presente lavoro è volto non tanto alla verifica della liceità o meno dell'operazione, in merito alla quale le opinioni discordanti – seppur ridottesi in seguito alla Riforma del Diritto Societario del 2003 – non si sono estinte, quanto piuttosto a delineare la disciplina civilistica ed, in particolare, ad analizzare gli adempimenti previsti dall'articolo 2501-*bis* c.c., anche in considerazione dei modelli aziendalistici di riferimento.

Il Codice Civile prevede, infatti, a corredo dell'indicazione delle ragioni che giustificano l'investimento, la predisposizione di un *piano economico-finanziario*, con l'indicazione della “fonte delle risorse finanziarie” funzionali all'operazione e la

³ Istituto finalizzato a sottrarre al mercato le azioni diffuse tra il pubblico per concentrarle nelle mani di uno o pochi possessori.

“descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere”, la cui attendibilità viene valutata dalla relazione di un esperto.

2. La disciplina civilistica.

2.1. Profili generali.

Nell’ambito della Riforma del Diritto Societario, l’intervento più rilevante in merito alla fusione ha riguardato la modifica dell’articolo 2501-*bis* c.c., con l’introduzione di una norma apposita introdotta dall’articolo 6.1 del D.lgs 17 gennaio 2003, n. 6, e rubricata “*Fusione a seguito di acquisizione mediante indebitamento*”.

Con l’intento di evadere i dubbi emersi in giurisprudenza e in dottrina sulla legittimità dell’operazione di *Merger Leveraged Buyout (MLBO)*, la norma è stata introdotta *ex novo*, anche sulla scorta della legge delega del 3 ottobre 2001, n. 366, la quale, con l’art. 7, lett. *d*), richiedeva al legislatore delegato di «*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 artt. 2357 e 2357-quater c.c. e del divieto di accordare prestiti e fornire garanzie per l’acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all’art. 2358 c.c.*».

Risultava, infatti, evidente come la disposizione contenuta nell’art. 2358 c.c. potesse rappresentare un ostacolo ad un giudizio di legittimità del *MLBO*, in quanto la società risultante da tale operazione verrebbe ad assumere e a garantire, per effetto di legge *ex art. 2504-bis c.c.*⁴, la restituzione del finanziamento utilizzato dai promotori per l’acquisto delle sue stesse azioni e quindi, in sostanza, proprio quanto l’art. 2358 c.c. mira ad evitare.

Un primo orientamento dottrinale ha compiuto l’indagine sulla violazione o meno del divieto di cui all’art. 2358 c.c., con riferimento ai singoli atti negoziali nei quali si articola il processo di *MLBO* (costituzione della *newco*; raccolta dei finanziamenti; acquisizione della società *target*; fusione)⁵.

⁴ Art. 2504-*bis*, comma 1: «*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*».

⁵ Per l’analisi formale o “formalistica” del *MLBO* rispetto all’art. 2358, cfr.: PARDOLESI, *Leveraged buy-out: una novità a tinte forti (o fosche?)*, in *Giur. comm.*, 1989, I, pag. 402; MORANO, *Acquisto di azioni mediante Lbo*, in *Le Società*, 1989, pag. 793; CHIEFFI, *Il leveraged buy-out nell’ordinamento italiano*, in *Giur. comm.*, 1992, II, pag. 993; PREITE, *Il merger leveraged buy-out e gli artt. 2357 e 2358*, in *Giur. comm.*, 1993, II, pag. 105.

Questa impostazione ha escluso che l'operazione comporti una violazione del divieto di assistenza finanziaria, perché nessuno degli atti – singolarmente considerati – costituisce una violazione della norma imperativa oggetto di verifica e della sua *ratio*.

Altra impostazione – pur riconoscendo che l'operazione di *MLBO* non comporta una diretta violazione della norma imperativa di cui all'art. 2358 c.c. – ravvisa nel *MLBO* un modo indiretto per utilizzare il patrimonio della società acquisita, quale garanzia del debito contratto dalla società acquirente⁶. Questo orientamento, pertanto, non ha escluso che l'operazione possa comportare una violazione (sostanziale) del divieto di assistenza finanziaria attraverso la figura del negozio in frode alla legge, ai sensi dell'art. 1344 c.c.⁷.

Infatti, il risultato finale perseguito attraverso la fusione potrebbe non essere quello proprio del suo schema negoziale – e cioè la concentrazione tra imprese –, bensì la traslazione del costo dell'operazione sul patrimonio della società bersaglio.

Alla luce di ciò, viene evidenziato peraltro come la violazione dell'art. 2358 c.c. debba essere ricercata di volta in volta a seconda nelle caratteristiche del caso concreto e come – solo in presenza di un progetto industriale idoneo a generare *cash flow* consistenti – il sospetto della violazione indiretta del divieto di cui all'art. 2358 c.c. risulta notevolmente ridotto.

Successivamente, il D.lgs. 142 del 2008, recependo la Direttiva n. 2006/68, parrebbe aver individuato un buon punto di incontro tra l'assoluto divieto di assistenza finanziaria e il numero crescente di operazioni che ne minavano il rispetto.

Il Decreto Legislativo ha modificato l'art. 2358 c.c., pur lasciando intatto il divieto in virtù del quale la società non può accordare prestiti o fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione delle proprie azioni, consentendo tuttavia tali operazioni in presenza di particolari condizioni di fatto, ragioni e obiettivi imprenditoriali che giustificano l'operazione, tra cui l'autorizzazione preventiva dell'assemblea straordinaria e la predisposizione, ad opera dell'organo amministrativo, di apposita relazione illustrativa.

⁶ MONTALENTI, *Il leveraged buy-out*, Milano, 1991; COTTINO, *Diritto Commerciale*, 1,2, Padova, 1987, pag. 387.

⁷ L'art. 1344 c.c. definisce il contratto in frode alla legge come mezzo volto ad eludere l'applicazione di una norma imperativa. La frode alla legge viene realizzata attraverso la stipulazione di uno o più contratti, collegati tra di loro dal perseguimento di un risultato finale identico a quello vietato dalla norma imperativa.

In particolare, il riferimento dell'art. 2358 c.c. alla fattispecie del *MLBO* fa sì che un'acquisizione realizzata con la leva finanziaria e con la successiva fusione per incorporazione della società *target* nella società acquirente viene ad essere *in primis* disciplinata dall'art. 2501-*bis* c.c. e, per quanto concerne il rilascio di specifiche garanzie da parte della società *target* a favore dell'acquisto delle proprie azioni, dall'art. 2358 c.c..

L'art. 2358 c.c., in particolare, detta alcune condizioni sostanziali e una serie di regole procedurali che rendono legittima l'assistenza finanziaria prestata a soci o terzi dalla società per azioni.

Sul piano delle condizioni sostanziali si richiede che l'operazione avvenga a condizioni di mercato, che sia debitamente valutato il merito di credito della controparte e che la misura massima dell'impegno finanziario non ecceda i limiti (utili distribuibili e riserve disponibili) fissati per l'acquisto di azioni proprie, computando anche quelle già eventualmente possedute. In mancanza anche solo di una di queste condizioni, l'operazione di *merger leveraged buy out* costituisce violazione diretta dell'art. 2358 c.c..

Dunque, sia che la Società accordi un prestito, sia che fornisca una garanzia per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, gli amministratori devono attestare la sussistenza di "condizioni di mercato".

In dottrina⁸, si evidenzia l'"ipocrisia" di questa disposizione, ove si reputasse che il rispetto delle condizioni di mercato debba riferirsi soltanto al prestito o alla garanzia; la Direttiva stessa è molto chiara nel collegare tale attestazione all'operazione nel suo complesso; pertanto presumibilmente gli amministratori devono effettuare una verifica non circoscritta ai tassi ed alle condizioni correnti per il genere di operazione e per la misura dell'impegno finanziario che la società si presta ad assumere, offrendo adeguata illustrazione dell'attività istruttoria condotta, dettagliando nell'operazione se e quali vantaggi o agevolazioni siano concessi al beneficiario.

Con riferimento invece alla verifica del merito del credito, l'art. 2358 c.c. si limita a prevedere che gli amministratori attestino di averlo "debitamente valutato".

Sul piano procedimentale il discorso si presenta più articolato, in quanto alcuni adempimenti, pur presentandosi come risposte alle consuete esigenze di *disclosure*

⁸ CERRATO, *Le operazioni di Leveraged Buy Out*, in *Trattato di Diritto Commerciale*, diretto da G. Cottino, Vol. V, Tomo secondo, Le operazioni societarie straordinarie, 2011, Milano, pag. 557 ss.

finalizzate alla protezione degli interessi dei soci, mascherano a ben vedere ulteriori requisiti sostanziali, con tutto ciò che ne consegue anche sul piano dei rimedi di nullità e annullamento in caso di loro violazione.

In particolare, analizzando il contenuto della relazione illustrativa predisposta dagli amministratori, si evince che “la tenuta” dell’operazione di assistenza finanziaria è altresì legata alla sussistenza di una struttura giuridica ed economica non irrazionale, di ragioni ed obiettivi imprenditoriali che la giustificano, di uno specifico interesse sociale che deve essere realizzato “al meglio”, di un rischio non irragionevole per la liquidità e la solvibilità della società.

Secondo autorevole dottrina⁹, ciascuno di questi requisiti sembra assumere sfumature particolari quando l’assistenza finanziaria si presenta come tassello di una più ampia operazione di *leveraged buy out/management buy out*; la necessaria strumentalità dell’obiettivo finale richiederebbe pertanto una valutazione dell’intera operazione e non soltanto della prestazione di assistenza finanziaria isolatamente intesa.

Relativamente alla sussistenza di uno “specifico interesse” per la società alla prestazione di assistenza finanziaria, risulta chiaro che anche questo requisito deve essere perseguito a livello globale e non limitatamente alla prestazione della garanzia e all’erogazione del prestito; ricordando la più autorevole dottrina sul tema, si potrebbe dire che nel *leveraged buy out* emerge “l’interesse aziendale”¹⁰, inteso quale giudizio di ragionevolezza economica rispetto alle strategie gestorie dell’impresa.

Tornando a quanto disposto dall’art. 2501 bis c.c., come è noto, esso prevede che *«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»*.

La dottrina ha rilevato che, dalla definizione di fusione a seguito di acquisizione tramite indebitamento fornita dal Legislatore, risulta implicitamente un collegamento causale fra il debito e l’acquisto della società *target*, nonché un rapporto tra entità dell’indebitamento e capacità patrimoniali della società acquirente-debitrice.

⁹ CERRATO, *op. ult. cit.*, pag. 559.

¹⁰ MONTALENTI, *Interesse sociale e Amministratori*, in AA.VV., *L’interesse sociale tra valorizzazione del capitale e protezione degli stakeholders – In ricordo di Pier Giusto Jaeger*, in *Quaderni di Giur. Comm.*, n. 342, Milano, 2010, p. 81

Al fine dell'applicabilità della norma, risulta quindi necessaria la presenza in via cumulativa di quattro elementi:

- l'acquisto del controllo;
- l'indebitamento della società controllante;
- la fusione tra la società acquirente e la società obiettivo;
- la circostanza che il patrimonio della società acquisita venga utilizzato quale garanzia generica o fonte di rimborso di tale indebitamento.¹¹

In merito alla definizione del controllo sulla società *target*, nulla è esplicitato; si ritiene pertanto che si debba fare riferimento all'art. 2359 c.c. e che debbano rientrare nella fattispecie tutte le ipotesi in cui la società acquirente sia in grado di determinare la volontà della società acquisita.

Quanto all'indebitamento della società controllante, non viene fatta nessuna distinzione con riguardo al profilo qualitativo, lasciando ampio spazio nella scelta della tipologia del finanziamento, dei soggetti erogatori e della scansione temporale del debito.

Anche sotto il profilo quantitativo, relativamente al rapporto fra l'entità del debito e la consistenza patrimoniale della società che lo richiede, nella norma in esame non vengono esplicitati limiti; si potrebbe tuttavia far riferimento all'art. 2467, comma 2 c.c., nel quale – al fine di qualificare i finanziamenti dei soci – si fa riferimento ai casi di eccessivo squilibrio dell'indebitamento rispetto al patrimonio netto.

Quale terzo elemento costitutivo, la norma richiede l'attuazione della fusione tra la società acquirente e la società *target*, ovvero tra la società che ha acquisito il controllo – indebitandosi – e la società acquisita; nulla è precisato in merito alla tipologia di fusione adottata, ritenendosi pertanto che la disciplina possa applicarsi indiscriminatamente nelle diverse modalità, compresa quella della fusione inversa, in cui la società obiettivo incorpora la società acquirente.

L'art. 2501-*bis* c.c. stabilisce infine un quarto elemento identificativo, che si realizza nel fatto che il patrimonio della società acquisita venga a costituire “garanzia generica” oppure “fonte di rimborso” dei debiti contratti dalla società acquirente per procedere all'acquisizione della società *target*.

¹¹ Cfr. MARCHETTI-BIANCHI-GHEZZI-NOTARI, *Commentario alla riforma delle società, Trasformazione, Fusione, Scissione*, Milano, 2006, pag. 475 e segg.

L'interpretazione di tale requisito genera dubbi, in quanto – ai sensi dell'art. 2504-*bis*, commi 1 e 4, c.c. – effetto comune ad ogni fusione è la confusione dei patrimoni delle società coinvolte, con la conseguenza che il patrimonio della società risultante dall'operazione è dato dalla somma delle attività e delle passività delle società partecipanti.

Pertanto, l'indebitamento della società risultante dalla fusione deriva dalla somma dei debiti delle società coinvolte e quindi, in via generale, il patrimonio di ogni società costituisce sempre garanzia generica (art. 2740 c.c.) o fonte di rimborso dell'indebitamento complessivo.

In tal senso, un'interpretazione più ristretta della norma ritiene che il patrimonio della società acquisita costituisca “garanzia generica” dei debiti contratti solo se, al momento della fusione, la società acquirente abbia contratto debiti allo scopo di acquisire il controllo della società *target* per un importo superiore al proprio attivo patrimoniale, al netto delle azioni da questa detenute nella società *target*.

Al contrario, il requisito in esame non risulta integrato se il patrimonio della società acquirente, al netto delle partecipazioni nella *target*, è idoneo a controbilanciare il debito contratto per procedere all'acquisizione della società *target*.

Quanto alle fattispecie in cui il patrimonio della società acquisita sia “fonte di rimborso dei debiti” contratti dalla società controllante, il legislatore sembra riferirsi ai casi in cui – al momento della fusione – si prevede che le somme da restituire derivino dai flussi di cassa ottenuti dall'attività della società *target*, ivi compresa l'eventuale dismissione dei cespiti patrimoniali di quest'ultima.

La disciplina introdotta dal Legislatore sembra ispirarsi all'orientamento dottrinal-giurisprudenziale che, in assenza di una specifica disciplina, riconosceva nel *business plan* e, in particolare, nell'equilibrio del piano finanziario le condizioni di legittimità dell'operazione¹².

In conclusione, al ricorrere di questi presupposti e indipendentemente dal tipo di società coinvolte, il procedimento di fusione fra società acquirente e società acquisita deve avvenire nel rispetto di obblighi informativi più rigorosi, così come illustrati nei successivi commi dell'art. 2501-*bis* c.c..

In particolare l'articolo in esame prevede la redazione dei seguenti documenti:

¹² MONTALENTI, *Articolo 2501-bis, Fusione a seguito di acquisizione con indebitamento*, in *Il Nuovo Diritto Societario*, cit., pag. 2311.

- un progetto di fusione – il cui contenuto è illustrato nell’art. 2501-*ter* c.c. – che indichi le risorse finanziarie per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione;
- una relazione dell’organo amministrativo – il cui contenuto è illustrato dall’art. 2501-*quinquies* c.c. – che indichi le ragioni che giustificano l’operazione e contenga un piano economico e finanziario con indicazione delle fonti delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere;
- una relazione degli esperti – delineata dall’art. 2501-*sexies* c.c. – che attesti la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione;
- una relazione della società di revisione della società *target* e della società acquirente, allegata al progetto di fusione.

L’ultimo comma dell’articolo in esame prevede inoltre una logica limitazione, volta ad escludere che la fusione a seguito di acquisizione per indebitamento possa beneficiare delle agevolazioni concesse alle fattispecie della fusione per incorporazione di società interamente possedute e della fusione per incorporazione di società possedute al 90%, rispettivamente disciplinate dagli artt. 2505 e 2505-*bis* c.c..

Tale esclusione è finalizzata alla volontà di non vanificare gli obblighi informativi sopra esposti.

In aggiunta, occorre ricordare che tutte le decisioni assunte dalla *target* devono essere assoggettate agli oneri informativi speciali imposti dall’art. 2497-*ter* c.c.. Dunque, sia il verbale dell’organo amministrativo che approva il progetto, sia il verbale dell’assemblea che delibera sulla fusione devono contenere analitica motivazione delle ragioni e degli interessi dell’operazione per la *target*.

2.2. La relazione dell’esperto.

La relazione degli esperti, così come regolata dall’art. 2501-*sexies* c.c., trova una necessaria integrazione in presenza dell’operazione di *MLBO*.

La normativa dispone infatti che tale relazione “attesti” la ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di fusione, nonché nella relazione degli amministratori e nel relativo piano economico-finanziario.

L’uso del sostantivo “attestazione” ha suscitato interpretazioni divergenti fra chi reputa che l’esperto debba “asseverare” il piano predisposto dagli amministratori e chi –

per contro – ne allinea la valenza al giudizio che lo stesso esperto deve rendere sul rapporto di cambio.

La normativa, a prima vista, esige che l'esperto prenda in considerazione soltanto il progetto di fusione e, in particolare, le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società. Tuttavia, l'evidenza dell'integrazione in merito alla ragionevolezza fa pensare ad un *iter* più complesso, di carattere intrinsecamente valutativo, che tuttavia non deve sfociare in un giudizio di merito sull'operazione.

Il verbo “attestare” sembra quasi voler attribuire un rilievo più intenso rispetto ai contenuti della relazione richiesti dall'art. 2501-*sexies* c.c..

Gli esperti sono chiamati, pertanto, non solo a valutare – come di regola – la congruità del rapporto di cambio, ma anche ad esprimersi specificamente sulle proiezioni di rientro dal debito predisposte dagli amministratori, compiendone un'attestazione.

E' peraltro da dire che, pur in presenza di specifici contenuti, l'intera relazione deve essere predisposta secondo criteri uniformi, che conducano ad omogenei risultati.

In particolare, la tecnica valutativa deve coincidere con il processo relativo al giudizio sulla congruità del rapporto di cambio. Tuttavia, rispetto alla relazione nell'ambito di un'ordinaria fusione, rileva una differente scansione temporale, identificabile nel lasso successivo al momento di perfezionamento della fusione, durante il quale avviene la restituzione del debito.

In altri termini, gli esperti devono richiamare e ponderare il metodo o i metodi – essenzialmente di natura economica – usati dagli amministratori, evidenziando eventuali difficoltà di valutazione.

Devono esprimerne un giudizio conclusivo di adeguatezza e prudenza, utilizzando criteri di attendibilità e realizzabilità con riferimento al progetto imprenditoriale, prestando particolare attenzione al rapporto tra risorse, investimenti ed obbligazioni della società risultante dalla fusione e, quindi, al connotato di sostenibilità dell'operazione.

Per effettuare tale valutazione, possono accostare alle informazioni offerte dagli amministratori il risultato di autonome verifiche, che fungano da riscontro e che siano poste al servizio di un vaglio necessariamente privo dell'obiettivo di cristallizzare un

dato certo, ma piuttosto volto ad individuare il grado di serietà di valutazioni per loro natura pervase da una significativa componente soggettiva e, quindi, discrezionale.

La ricerca della ragionevolezza, già intrinseca nel giudizio sulla congruità del rapporto di cambio, si rende pertanto centrale nell'attestazione riguardante le modalità di rimborso del debito.

In altre parole, gli esperti devono valutare la sostenibilità finanziaria del *business plan*, ovvero la ragionevolezza e la congruità dei dati previsionali posti a fondamento dell'operazione di *MLBO*, effettuando sostanzialmente un "processo revisionale dei dati prospettici".

Come noto, l'art. 2501-*sexies*, comma 5, c.c. ribadisce che «*ciascun esperto ha il potere di ottenere dalle società partecipanti alla fusione tutte le informazioni e i documenti utili e di procedere ad ogni necessaria verifica*». Si deve ritenere che i medesimi poteri informativi e ispettivi siano riconosciuti agli esperti anche quando sono chiamati a redigere la relazione sulla ragionevolezza delle indicazioni contenute nel progetto di *MLBO*.

La norma in esame apre il delicato problema del conflitto fra il diritto-dovere dell'esperto di acquisire tutti i possibili elementi di giudizio e il diritto-dovere degli amministratori delle società partecipanti di conservare la riservatezza necessaria sui segreti aziendali.

A tal proposito si osserva che gli esperti sono vincolati dal divieto di rivelare, diffondere o utilizzare le notizie e le informazioni di carattere riservato apprese nell'esecuzione del loro incarico e dall'altro che la facoltà loro concessa trova il proprio limite naturale nella pertinenza delle informazioni ricercate allo svolgimento del loro incarico.

Infine, sotto il profilo della responsabilità, l'esperto risponde dei danni causati alle società partecipanti alle fusioni, ai loro soci e ai terzi: si applicano le disposizioni dell'articolo 64 c.p.c..

3. La disciplina penalistica.

Anche sotto il profilo penalistico, almeno fino al 2006, il dibattito giurisprudenziale e dottrinale sul *leveraged buyout* vedeva la presenza di tesi interpretative divergenti.

Una prima tesi, più rigorosa, affermava l'illiceità penale del *leveraged buyout*, perché questo sarebbe risultato in contrasto con l'art. 2358 c.c., che integra(va) la fattispecie di cui all'art. 2630 c.c.¹³.

Una seconda impostazione rilevava invece come l'art. 2358 c.c. fosse violato in modo indiretto, quando – a seguito dell'incorporazione – il patrimonio della *target* assumeva la funzione di garanzia per la restituzione del prestito erogato alla *newco*, che aveva già acquisito il controllo della *target*.

Le spinte verso una tesi piuttosto che verso l'altra muovevano dalla valutazione se l'operazione concretizzasse un negozio in frode alla legge *ex art.* 1344 c.c., come tale nullo, in quanto l'unico scopo era di traslare il debito dalla *newco* alla *target*, realizzando un acollo cumulativo del debito derivante dall'acquisto delle proprie azioni, vietato – seppur indirettamente – dall'art. 2358 c.c.; oppure, se l'operazione fosse giustificata da ragioni imprenditoriali concrete, quali il rilancio della società acquisita, attraverso un serio progetto industriale, in grado di generare consistenti flussi di cassa, risultando la traslazione del debito come un evento parziale e strumentale¹⁴.

Una terza ricostruzione, invece, riteneva che l'operazione di *leveraged buyout* fosse neutra dal punto di vista penalistico. Secondo questa tesi, l'operazione non contrasterebbe infatti con il disposto dell'art. 2358 c.c., in quanto il contratto di finanziamento viene concluso tra i *senior lender* e la *newco* prima dell'acquisto della *target* e avviene allo scoperto. Solo dopo l'acquisizione, si costituiscono le garanzie reali¹⁵.

A stemperare il dibattito si è pronunciata la Cassazione – dopo la riforma della disciplina degli illeciti penali ed amministrativi, riguardanti le società commerciali, ai

¹³ Cass., 15 novembre 1999, in *Foro it.*, 2000, 2, pag. 745.

¹⁴ Trib. Milano, 9 ottobre 2002, in *Le Società*, 2003, pag. 863; Trib. Milano, 13 maggio 1999, in *Giur. it.*, 1999, I, c. 2105 con nota adesiva di Montalenti, *Leveraged buy-out*, cit.; Trib. Milano, 27 ottobre 1997, *ivi*, 1998, I, c. 1440; in dottrina ACCINNI, *Operazioni di leveraged buy-out ed un preteso caso di illiceità penale*, in *Riv. Soc.*, 2001, pag. 193; MONTALENTI, *Frode alla legge e diritto societario: il leveraged buy-out, in persona giuridica, gruppi di società, corporate governance*, in *Studi in tema di società per azioni*, Cedam, 1999; MORELLO, *Il problema della frode alla legge rivisitato: fusioni per prevalenti scopi fiscali, leveraged buy-outs e management buy-outs*, in AA.VV., *Fusioni, concentrazioni e trasformazioni tra autonomia e controllo*, Cedam, 1990, pag. 17 ss.; MUSCO, *Le società per azioni nella disciplina penalistica*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. IX, Torino, 1991, pag. 409, che evidenzia come «l'acquisto di azioni proprie può perseguire una pluralità di obiettivi, anche tra loro eterogenei, se non addirittura antagonistici».

¹⁵ Trib. Milano, 14 maggio 1992, in *Foro it.*, 1992, I, c. 2829; in dottrina CAMPOBASSO, *Diritto commerciale 2, Diritto delle società*, sesta ed., Torino, 1999, pag. 240; GAMBINO, *Intervento*, in *Dir. fall.*, 1990, I, pag. 675; PARTESOTTI, *Le operazioni sulle azioni*, in *Trattato delle società per azioni*, diretto da Colombo e Portale, vol. II, Torino, 1991, pag. 487.

sensi del d.lgs. 11 aprile 2002, n. 61 e dopo la riforma organica della disciplina delle società di capitali e società cooperative, ai sensi del d.lgs. 17 gennaio 2003, n. 6 – con la Sentenza 18 maggio 2006, n. 23730.

In tale Sentenza la Suprema Corte ha dichiarato che il negozio del *leveraged buyout*, il quale – in passato – era stato censurato come illecito per contrarietà al principio fissato dagli artt. 2358 e 2630 (vecchia formulazione) c.c., dalla Cassazione penale¹⁶ «*attualmente, a seguito della riforma del diritto penale societario, non ha più possibilità di qualificarsi come di interesse penale, attesa l'abolizione della norma incriminatrice, art. 2630 c.c., comma 1, n. 2 (norma sanzionatoria dell'art. 2358 c.c.), e l'introduzione (sollecitata dalla attuazione della terza e sesta Direttiva CE, attuate inizialmente dal D.Lgs. n. 22 del 1991) dell'art. 2501 bis c.c., oggi vigente, che ne ammette l'introduzione nel nostro ordinamento. Condotta, al contempo, che potrebbe serbare rilievo penale, nel contesto della residuale fattispecie di bancarotta societaria, L. Fall., art. 223, comma 2, n. 2 (quale "operazione dolosa"), ma alla sola condizione che il leveraged buyout, attuato attraverso il procedimento di fusione, non sia, al momento del suo avvio, sorretto da un effettivo progetto industriale e risulti, pertanto, proiettato verso un'attività incapace di generare effettiva ed adeguata ricchezza, sicché i rischi ad esso indubitabilmente sottesi, non siano giustificabili con la doverosa tutela del patrimonio societario, garanzia dei creditori*».

D'altra parte, anche se la fusione fosse stata ritualmente eseguita nel rispetto di quanto disposto dall'art. 2501-bis c.c., ma avesse avuto il solo effetto di depauperare la società *target*, il rispetto delle prescrizioni di legge non varrebbe di per sé ad elidere la qualificazione della condotta come distrattiva.

4. La disciplina fiscale.

4.1. Imposizione diretta.

4.1.1. La neutralità fiscale.

Sotto il profilo fiscale, la disciplina del *Merger Leveraged Buyout* consente di sfruttare le norme che regolano le operazioni straordinarie, ispirate alla piena neutralità impositiva.

Secondo quanto disposto dall'art. 172 del T.U.I.R., infatti, la fusione fra più società non dà luogo a realizzo né a distribuzione di plusvalenze o minusvalenze dei

¹⁶ Cass., 15 novembre 1999, *Foro it.*, 2000, 2, pag. 402.

beni delle società fuse: non emerge base imponibile in quanto non si configura una cessione a titolo oneroso, né destinazione di beni a finalità estranee all'impresa.

Non si tiene conto – per la società risultante dalla fusione – di avanzi o disavanzi derivanti dall'annullamento o dal concambio delle azioni o quote delle società fuse, in quanto i maggiori valori iscritti in bilancio per effetto dell'eventuale imputazione del disavanzo non sono imponibili.

I beni ricevuti sono valutati fiscalmente in base all'ultimo valore riconosciuto ai fini delle imposte sui redditi, facendo risultare da apposito prospetto di riconciliazione della dichiarazione dei redditi i dati esposti in bilancio ed i valori fiscalmente riconosciuti (art. 172, comma 2, T.U.I.R.).

Inoltre, viene garantita la neutralità fiscale anche in capo ai soci (art. 172, comma 3, T.U.I.R.): il cambio delle partecipazioni originarie non costituisce né realizzo, né distribuzione di plusvalenze/minusvalenze, né conseguimento di ricavi per i soci della società incorporante/risultante, fatta salva – in caso di conguaglio in denaro – l'applicazione dell'art. 47, comma 7, T.U.I.R., che si traduce nella tassazione come redditi di capitale delle somme ricevute che eccedono il costo della partecipazione annullata e degli art. 58 e 87 T.U.I.R., ricorrendone i requisiti, nel caso di partecipazioni concambiate nell'esercizio dell'impresa.

4.1.2. Il riporto delle perdite fiscali.

La disciplina fiscale relativa alla fusione, all'art. 172, comma 7, T.U.I.R., contiene disposizioni limitative al riporto delle perdite fiscali, finalizzate ad evitare che siano poste in essere operazioni di fusione al solo scopo di recuperare le perdite fiscali.

Innanzitutto, la norma consente il riporto delle perdite per la parte che non eccede l'ammontare del patrimonio netto risultante dall'ultimo bilancio, o – se inferiore – dalla situazione patrimoniale di cui all'art. 2501-*quater* c.c.. Per evitare aggiramenti del vincolo patrimoniale, la norma prevede di non tenere conto dei conferimenti e versamenti fatti nei ventiquattro mesi anteriori alla data cui si riferisce la situazione stessa.

Il riporto delle perdite è, peraltro, subordinato anche all'esistenza di determinati indici di vitalità economica della società in perdita. Infatti, dal conto economico relativo all'esercizio precedente sino a quello in cui la fusione è stata deliberata, devono risultare un ammontare di ricavi e proventi dell'attività caratteristica, nonché un ammontare delle

spese per prestazioni di lavoro subordinato e relativi contributi, superiori al 40% di quelli risultanti dalla media degli ultimi due esercizi.

Nella fattispecie della fusione tramite indebitamento, si tratta di capire se le limitazioni al riporto delle perdite si applicano anche alle società neocostituite per la realizzazione dell'operazione oppure no.

La società veicolo, che è stata costituita allo scopo di procedere all'acquisizione della società *target*, presenta nella maggior parte dei casi notevoli perdite fiscali, dovute agli ingenti oneri finanziari connessi con l'operazione di finanziamento, oltre che ai costi sostenuti per il compimento dell'operazione.

Inoltre, considerato il fatto che la società veicolo è stata costituita apposta per il compimento dell'operazione, probabilmente non evidenzia costi per il personale né ricavi derivanti dalla gestione caratteristica e, pertanto, potrebbe non superare il *test* di vitalità economica previsto dall'art. 172 del T.U.I.R..

Anche il cosiddetto "requisito patrimoniale", rappresentato dal limite del patrimonio netto ridotto dei conferimenti e dei versamenti effettuati negli ultimi ventiquattro mesi, non può essere rispettato, in quanto il patrimonio della società risulta costituito dai conferimenti eseguiti in sede di costituzione del veicolo, che vengono effettuati immediatamente prima dell'acquisizione, quindi tipicamente nello stesso anno in cui interviene la fusione, o nella frazione di anno precedente quando l'*iter* temporale previsto dall'art. 2501 e ss. c.c. non permette il completamento della fusione nel medesimo periodo.

In realtà la *ratio* della norma è quella di contrastare il cosiddetto commercio delle "bare fiscali", ossia di quelle società prive di capacità produttiva, la cui unica ricchezza è rappresentata dalle perdite fiscali, in quanto con la fusione si realizza la compensazione intersoggettiva di queste perdite con gli utili imponibili dell'altra società partecipante alla fusione.

Pertanto, nel caso in cui le perdite siano state generate esclusivamente dagli oneri finanziari ed accessori connessi all'operazione di *LBO*, si deduce che la società risultante dalla fusione può ragionevolmente chiedere la disapplicazione della normativa antielusiva contenuta nell'art. 172, comma 7, T.U.I.R., effettuando un'istanza di interpello disapplicativo ai sensi dell'art. 37-*bis*, comma 8, del D.P.R. n. 600 del 73.

Inoltre occorre rilevare come nell'ordinamento tributario esiste la possibilità dell'utilizzo "intersoggettivo" delle perdite fiscali all'interno dei gruppi societari, per

effetto dell'opzione per la detassazione di gruppo prevista dagli artt. 117 e ss del T.U.I.R.. Quindi, l'opzione per il consolidato fiscale consentirebbe – nell'ambito di un'operazione di *LBO* – la compensazione degli imponibili della società veicolo (in perdita) e della società *target* (in utile) per tre anni, per addivenire – successivamente – alla fusione per incorporazione.

L'Agenzia delle Entrate, con la Circolare 9 marzo 2010, n. 9, ha chiarito che – quando le società che aderiscono al medesimo consolidato fiscale effettuano operazioni di aggregazione aziendale che non interrompono la tassazione del gruppo – i limiti alla riportabilità delle perdite si applicano solo a quelle precedenti all'esercizio dell'opzione per il consolidato e non a quelle maturate negli esercizi in cui è valida l'opzione.

In quest'ultimo caso non sono valide manovre elusive; infatti il principale vantaggio che un gruppo societario consegue quando opta per il regime del consolidato fiscale, è proprio quello di utilizzare immediatamente le perdite fiscali delle società partecipanti, in diminuzione dei redditi posseduti dalle altre società del gruppo. Quindi il ricorso all'operazione straordinaria non consente alcun vantaggio ulteriore, in termini di recupero delle perdite conseguite in vigenza dell'opzione, che le norme sul consolidato già non consentono.

Resta naturalmente impregiudicato il potere di accertamento dell'Amministrazione finanziaria, ai sensi dell'art. 37-*bis* del D.P.R. n. 600 del 1973, nel caso di operazione strumentalmente realizzata alla vigilia della cessazione del consolidato, o da società successivamente fuoriuscite dal perimetro di consolidamento.

4.1.3. L'inerenza degli interessi passivi.

Sull'inerenza degli interessi passivi sul finanziamento contratto dalla società veicolo per l'acquisizione della società *target* si è espressa la Corte di Cassazione con la Sentenza 30 ottobre 2013, n. 24434.

Il caso di specie riguardava la seguente operazione:

- la società Alfa contrae un prestito di svariati di milioni di euro, che versa come sovrapprezzo delle azioni della società Beta (*newco*);
- la società Beta utilizza la liquidità per acquisire il controllo della società Gamma (*target*);
- la società Gamma viene incorporata nella società Beta;
- la società Beta ottiene un finanziamento e restituisce la somma ricevuta alla controllante Alfa.

La sentenza in commento, che cassa la sentenza impugnata, rinvia la causa ad altra sezione della Commissione Tributaria Regionale competente per accertare se gli oneri per interessi passivi sostenuti dalla *newco* possano qualificarsi come “inerenti” alle attività economiche in concreto svolte dalla *newco* stessa, ponendo in discussione la deducibilità degli interessi passivi da finanziamento, sotto il profilo dell’inerenza in riferimento ai costi sostenuti.

Elementi contrari all’orientamento manifestato dalla Suprema Corte possono essere riscontrati:

- nel fatto che l’acquisizione della partecipazione è inerente all’attività della società veicolo (la quale, infatti, dopo l’acquisto generalmente incorpora la società *target*);
- nell’assenza, nell’art. 96 del T.U.I.R., di qualsiasi disposizione che limita la deducibilità degli interessi passivi riferibili a debiti contratti per l’acquisizione di partecipazioni.

In risposta ad alcuni interpellati disapplicativi *ex art. 37-bis* del D.P.R. n. 600 del 1973, l’Agenzia delle Entrate ha precisato che:

- la costituzione di una nuova società veicolo è necessaria soprattutto in presenza di più soci e comunque in ogni caso per facilitare l’accesso ai finanziamenti;
- la fusione è considerata come operazione necessaria per rimuovere un’inefficiente duplicazione;
- l’operazione di *leveraged buy out* collide con le norme restrittive del T.U.I.R., che quindi vanno disapplicate, in quanto sussistono motivi ragionevoli nella strategia imprenditoriale che viene adottata;
- non è applicabile l’art. 172, comma 7, del T.U.I.R., anche al caso di società veicolo preesistente acquistata sul mercato.

Si evidenzia, altresì, che alcune operazioni vengono compiute senza ricorrere ai finanziamenti esterni (ossia con mezzi propri): in questa ipotesi, l’aspetto fiscale da considerare è quello relativo all’ACE¹⁷.

¹⁷ L’Aiuto alla Crescita Economica (ACE) è stato introdotto dall’art. 1 del D.L. 6 dicembre 2011, n. 201 (cd. decreto Monti) per incentivare la patrimonializzazione delle imprese, favorirne lo sviluppo economico e, quindi, la competitività sui mercati internazionali. La misura riconosce, a partire dal periodo d’imposta in corso al 31 dicembre 2011, una deduzione dal reddito d’impresa, ma non dalla base imponibile Irap, di un importo corrispondente al rendimento nozionale del nuovo capitale proprio dei seguenti contribuenti:

4.1.4. La posizione della giurisprudenza tributaria.

Si rileva infine come, sebbene anche sotto il profilo fiscale il rispetto dei limiti che permettono di delineare la liceità del *MLBO* sia controverso e delicato, la giurisprudenza tributaria si sia pronunciata in molte occasioni in favore della liceità di tale operazione.

Già nel 2011, con la Sentenza 36/34/2011, la Commissione Tributaria Provinciale di Milano aveva sancito che «*l'assenza di elusività rispetto ad un'operazione di merger leveraged buy-out ricorre in ogni ipotesi di rinnovo della compagine societaria, anche se la quota che si acquisisce non è di maggioranza*».

La medesima Commissione è successivamente tornata sul tema, con la Sentenza 1527/1/2014, stabilendo una serie di elementi in presenza dei quali è manifesta la non elusività del *MLBO*, legittimandolo pienamente quale miglior forma di acquisizione societaria per i fondi di *private equity*. In particolare, gli elementi che rilevano ai fini della manifesta non elusività del *MLBO* consistono nel fatto che l'operazione sia intercorsa:

- tra soggetti terzi, indipendenti tra di loro;
- nel rispetto delle condizioni economiche di mercato;
- non utilizzando società o enti con sede sita nei c.d. “paradisi fiscali”;
- con lo scopo di un mutamento del controllo societario; mutamento che, ad operazione conclusa, deve essersi verificato.

Inoltre, la Commissione ha respinto la tesi dell'Amministrazione Finanziaria, secondo cui sarebbe stato meglio ricorrere ad un'acquisizione societaria diretta, per due ordini di ragioni:

- i fondi di *private equity* presentano la necessità di dividere e segmentare i propri investimenti e, pertanto, lo schema offerto dal *MLBO* – costituzione di una *newco* e successiva acquisizione tramite quest'ultima – è, a tal fine, il più efficiente;

- S.p.A., S.r.l., S.a.p.A., società cooperative e di mutua assicurazione, nonché quelle europee di cui al Regolamento n. 2157/2001/Ce e cooperative europee previste dal Regolamento n. 1435/2003/Ce, residenti nel territorio dello Stato (art. 73-comma 1, lett. a) TUIR);
- gli enti pubblici e privati diversi dalle società, i trust, residenti in Italia, che hanno per oggetto esclusivo o principale l'esercizio di attività commerciali (art. 73-comma 1, lett. b) TUIR);
- le società e gli enti commerciali, non residenti nel territorio dello Stato, qualora dispongano nello stesso di una stabile organizzazione (art. 73-comma 1, lett. d) TUIR);
- S.n.c., S.a.s. ed imprenditori individuali in contabilità ordinaria, per natura od opzione.

- gli stessi finanziatori della società *raider* – e, *in primis*, gli istituti di credito – sono maggiormente tutelati da questa segmentazione, poiché – in tal modo – hanno la certezza che il prestito da loro erogato vada a finire esclusivamente in quella specifica operazione, e non in uno degli svariati altri investimenti che il fondo sta attuando nel medesimo periodo.

4.2. L'imposizione indiretta.

In base all'art. 2, comma 3, lett. f), del D.P.R. n. 633 del 1972 non sono considerate “cessioni di beni” i passaggi di beni in pendenza di fusioni, scissioni o trasformazioni di società. La fusione si configura pertanto come un'operazione al di fuori del campo di applicazione dell'IVA.

La delibera di fusione è soggetta ad imposta di registro in misura fissa, pari ad euro 200,00.

5. I modelli aziendalistici di riferimento.

5.1. Il business plan.

L'art. 2501-*bis* c.c. prevede che la relazione dell'organo amministrativo di cui all'art. 2501-*quinquies* c.c., oltre ad indicare le ragioni che giustificano l'operazione, contenga la redazione di «*un piano economico-finanziario con indicazione della fonte delle risorse finanziarie e la descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere*».

La norma non fornisce indicazioni sui modelli aziendalistici a cui tale piano dovrebbe allinearsi; pertanto, occorre fare riferimento agli strumenti di pianificazione economico-finanziaria esistenti, arricchendo il generico “*business plan*” con i requisiti richiesti in tema di *MLBO*.

Nella gestione aziendale, la redazione di un *business plan* rappresenta un'attività complessa, spesso supportata dall'intervento di professionisti ed *advisors* esterni; costituisce, inoltre, un'attività essenziale per inquadrare – in un'ottica di pianificazione di lungo respiro – lo svolgimento dell'attività aziendale e le sottostanti strategie¹⁸.

¹⁸ Il Codice Civile all'art. 2381, comma 3 c.c., prevede che il Consiglio di Amministrazione «*quando elaborati, esamini i piani strategici, industriali e finanziari della società*». Il Nuovo Codice di Autodisciplina delle società quotate, approvato da Borsa Italiana a luglio 2014, espressamente prevede che il consiglio di amministrazione «*esamini e approvi i piani strategici, industriali e finanziari dell'emittente e del gruppo di cui esso sia a capo, monitorandone periodicamente l'attuazione*».

In tal senso, è evidente il ruolo proattivo dell'organo amministrativo nell'analisi, nella valutazione, nell'assunzione delle ipotesi strategiche del piano; oltre che nella successiva attività di *follow up* del piano medesimo.

La disciplina positiva, peraltro, non fornisce indicazioni in ordine ai metodi da utilizzare nella redazione del piano, né ai dati da prendere in considerazione, né all'arco temporale, né – infine – alle conclusioni cui la relazione ed il progetto di fusione devono giungere.

In merito ai primi due elementi, si ritiene che le indicazioni possano essere desunte dalla dottrina aziendalistica, cui il legislatore rinvierebbe implicitamente, la quale distingue il “*business plan*” dal “piano industriale *ex art. 2381 c.c.*”.

Più in particolare, il *business plan* è «*il documento redatto in occasione dell'avvio di una nuova iniziativa imprenditoriale al fine di ricercare i finanziamenti necessari a sostenere lo start-up dell'impresa*»; pertanto, il *business plan* «*si sofferma principalmente sulle previsioni economico-finanziarie volte ad individuare il fatturato di pareggio e la stima del tempo necessario a raggiungerlo*»¹⁹.

Il piano industriale di cui all'art. 2381 c.c., invece, si inserisce nel processo di “Pianificazione strategica”, ovvero in quel processo sistematico e regolare, con cadenze e procedure determinate, che coinvolge l'alta direzione dell'impresa e si articola in un arco di tempo pluriennale nelle seguenti macro-fasi²⁰:

- revisione dei programmi in corso;
- formulazione di nuovi programmi;
- simulazione delle conseguenze economico-finanziarie di tali programmi, attraverso la stesura di un piano in cui sono contenute le informazioni prodotte nelle fasi precedenti, esplicitate in termini quantitativi (piano economico, finanziario e patrimoniale) e qualitativi (obiettivi, strategie, iniziative strategiche, fattori critici di successo).

Il piano industriale è dunque il documento nel quale, a partire dalle strategie di fatto adottate dall'impresa e dall'eventuale fabbisogno o opportunità di rinnovamento esistente, si procede ad illustrare – con idoneo grado di dettaglio – le intenzioni strategiche del *management* relative alle future strategie competitive.

¹⁹ BARROW, *The business plan workbook*, London, 1998.

²⁰ BRUSA, *Attuare e controllare la strategia aziendale: Mappa Strategica e Balanced Scorecard*, Milano, 2007.

Tale piano fornisce informazioni essenziali per l'elaborazione del piano finanziario e ne è a sua volta influenzato, cosicché – in definitiva – i due documenti vanno necessariamente letti e valutati congiuntamente²¹.

Alla pianificazione strategica vengono, inoltre, associati i processi di controllo di gestione e controllo strategico, elementi complementari ed indispensabili affinché la strategia non rimanga una semplice esplicitazione delle intenzioni strategiche, ma si traduca in piani d'azione attuabili e monitorabili nel breve e nel lungo periodo.

Il controllo di gestione è un processo di breve periodo, attraverso il quale i responsabili verificano che la gestione si stia svolgendo nel rispetto degli obiettivi di efficacia ed efficienza posti in sede di pianificazione strategica. Essi effettuano un controllo *ex ante*, traducendo gli elementi del piano industriale in un sistema di *budget*, in cui si quantificano le risorse necessarie a sostenere gli obiettivi di gestione corrente e gestione strategica, ed un controllo *ex post*, in cui viene redatto un *reporting* sugli scostamenti, finalizzato ad informare i centri di responsabilità e l'organo amministrativo sul grado di raggiungimento degli obiettivi.

Il controllo strategico è volto, invece, a monitorare gli obiettivi di lungo periodo, mappandoli ed identificando i fattori critici di successo e i parametri idonei alla verifica di questi ultimi; grazie a tale mappatura, è possibile infatti scomporre gli obiettivi di lungo periodo in obiettivi strategici raggiungibili nel breve periodo, attraverso l'identificazione di *driver* logici collegati da nessi di causa-effetto e di un sistema bilanciato di indicatori, per misurarne le performance.

Tornando al piano di cui all'art. 2501-*bis* c.c., esso deve consentire agli amministratori di giustificare l'operazione e deve indicare le risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società derivante dalla fusione.

Alla luce di ciò, l'orizzonte temporale da prendere in considerazione è evidentemente quello necessario per il completamento dell'operazione, ossia per l'estinzione del debito contratto dall'acquirente in vista dell'acquisizione della società *target*.

La relazione degli amministratori ed il progetto di fusione devono quindi dar conto degli accordi intercorsi tra acquirente e finanziatori terzi circa l'ammontare del

²¹ CINCOTTI, *Fusione con indebitamento, leva finanziaria e distruzione del valore della target*, in www.orizzontideldirittocommerciale.it.

debito contratto per l'acquisizione, nonché esporre le modalità e tempistiche previste per la sua estinzione, che in difetto rimarrebbero sconosciute a soci, esperto e terzi.

In aggiunta, il *leverage* – anche propedeutico a operazioni di *MLBO* – è supportato dai piani finanziari *ex art. 2381 c.c.*, che vanno necessariamente rielaborati in previsione dell'operazione.

Si può dunque ritenere che vi sia una necessaria correlazione fra piano industriale *ex art. 2381 c.c.* e piano economico-finanziario *ex art. 2501-bis c.c.*

In particolare, la società *raider*, che nella maggior parte dei casi si configura come una *newco* costituita appositamente per la realizzazione dell'operazione, ha un *business plan* di inizio attività che mette in evidenza:

- l'intento di acquisire la *target*;
- il contestuale indebitamento nei confronti di un terzo finanziatore.

La società *target*, le cui azioni costituiscono garanzia del finanziamento, ha – al momento dell'acquisizione - un proprio piano industriale *ex art. 2381 c.c.*, il quale deve – fra l'altro – contemplare l'imminente operazione di fusione con la *newco*.

Alla luce di tali considerazioni, il piano richiesto dall'*art. 2501-bis c.c.* deve essere sia retrospettivo sia prospettico: retrospettivo, in quanto deve tenere in considerazione il *business plan* ed il piano industriale delle società *ante* fusione, al fine di risalire alla fonte delle risorse finanziarie che hanno permesso l'acquisizione ed alla situazione economico-finanziaria alla data dell'operazione; prospettico, giacché deve confermare la ragionevolezza dell'operazione, attraverso l'esplicitazione degli obiettivi che si intendono raggiungere dopo la fusione.

Quanto al contenuto del piano economico e finanziario, le obbligazioni della società derivante dalla fusione riguardano:

- l'indebitamento preesistente della società acquirente, comprensivo del debito contratto per l'acquisizione della *target*;
- l'indebitamento preesistente della *target*;
- le obbligazioni che saranno contratte dalla società derivante dalla fusione nell'esercizio della propria attività d'impresa nell'arco temporale considerato dal piano.²²

Le risorse finanziarie con cui far fronte a queste obbligazioni possono derivare:

²² Superti Furga, *Il merger leveraged buy-out nella prospettiva di riforma del diritto societario*, in *Riv. dott. comm.*, 2005, pag. 1025.

- da risorse esistenti nel patrimonio della società target, ossia dalla c.d. posizione finanziaria netta, intesa come differenza tra debiti finanziari, da un lato, e attività liquide e crediti finanziari dall'altro lato; in particolare, una posizione finanziaria netta della *target* assai liquida, derivante ad esempio dalle risorse incassate mediante un aumento di capitale a servizio di un'offerta pubblica prodromica all'ammissione alla quotazione in borsa, rappresenta un'evidente attrattiva per l'acquirente, che sarebbe indotto a dirottare queste risorse verso l'estinzione del debito contratto per l'acquisizione;
- dall'eventuale smobilizzo di alcuni *asset* della *target* non essenziali per la gestione caratterizzante dell'impresa, quali ad esempio immobili o interi rami d'azienda.
- dai risultati futuri della società risultante dalla fusione, nell'arco temporale considerato.

Al proposito, occorre precisare che, mentre la posizione finanziaria netta discende dalla contabilità delle società partecipanti alla fusione, le operazioni straordinarie di cessione di *asset*, rappresentando attività future che gli amministratori si propongono di realizzare, devono essere illustrate e giustificate nella relazione di cui all'art. 2501-*bis*, comma 3, c.c..

La fase di valutazione dei risultati futuri si conclude con la rappresentazione degli stessi nel piano economico e finanziario allegato alla relazione degli amministratori.

A tal fine, la dottrina aziendalistica riconosce l'esistenza di più metodi per stimare risultato attesi, tra i quali merita ricordare:

- a) la proiezione dei risultati storici;
- b) il metodo dei risultati programmati;
- c) il metodo della crescita attesa;
- d) il metodo delle opzioni innovative.

Tra questi, solo quello *sub a)* fonda le proiezioni future sulla storia dell'impresa, mentre i restanti presuppongono un'evoluzione dei flussi di risultato futuri, differenziandosi quanto alle modalità di tale stima. In particolare, il metodo *sub b)* fonda le previsioni sulla base di *budget* elaborati dall'imprenditore; il metodo *sub c)* prende spunto dalle prospettive di crescita desumibili dal *trend* del mercato,

prescindendo da nuove strategie, acquisizioni o cessioni e – in generale – da qualsivoglia possibile operazione di finanza straordinaria; infine l'ultimo – *sub d)* – tiene conto delle conseguenze sui flussi di risultato delle eventuali operazioni straordinarie future, ove siano individuabili e concretamente realizzabili.

Se la fusione riguarda due società operative – e, quindi, se l'incorporante non è una c.d. *newco* o *shell company* – è evidente che i risultati futuri non possono semplicemente derivare dalla sommatoria delle serie storiche dei risultati delle società partecipanti, giacché tra le ragioni che giustificano l'operazione vi è normalmente la volontà di integrare e razionalizzare le rispettive aziende.

In queste ipotesi deve essere redatto un apposito piano industriale idoneo a raffigurare la futura operatività della società derivante dalla fusione, anche tenendo conto delle c.d. *opzioni innovative* che non trovano riscontro nei risultati e nell'operatività pregressa.

L'affidabilità del piano industriale così redatto – che in queste ipotesi va ad affiancarsi necessariamente al piano economico e finanziario previsto dal legislatore – si fonda sulla validità delle ipotesi poste a suo fondamento (*assumption*) e sul corretto sviluppo di questi dati.

Le *assumption* devono essere scelte in coerenza con le capacità ed i mezzi di cui la società dispone, della compatibilità esterna con l'evoluzione dello scenario dei mercati in cui la società opera, e della compatibilità interna intesa come non contraddittorietà tra le varie ipotesi formulate nel piano.

Il piano economico e finanziario si conclude con un raffronto tra i risultati economici ed i flussi di cassa futuri della società, in entrata ed in uscita, previsti dagli amministratori fino all'estinzione del debito contratto dall'acquirente per l'acquisizione della *target*; raffronto che deve necessariamente dimostrare la sostenibilità dell'indebitamento, e dunque la capacità della società risultante dalla fusione di adempiere regolarmente alle proprie obbligazioni, secondo una modalità che richiama l'*Equity insolvency test* previsto dalla *section 6.40* del *Revised Model Business Corporation Act*.

La sostenibilità dell'indebitamento rappresenta infatti una priorità logica rispetto all'ulteriore dovere degli amministratori di giustificare l'operazione, non potendosi ipotizzare alcuna giustificazione per una delibera che, scientemente, conduca la società all'insolvenza.

Il piano economico e finanziario rappresenta quindi il fulcro su cui poggia l'intera operazione di *MLBO*, giacché il progetto di fusione – nell'indicare le “risorse finanziarie previste per il soddisfacimento delle obbligazioni della società risultante dalla fusione” – non può che rinviare a tale documento, al fine di dettagliare e dimostrare le relative informazioni e di esporre le ragioni che giustificano l'operazione.

La norma in esame rappresenta dunque il primo esempio – poi seguito, a distanza di qualche anno, dalla legge fallimentare riformata, con particolare riferimento agli artt. 67, comma 3, lett. *d*) l.f., 161 l.f. e 182-*bis* l.f. – in cui il legislatore attribuisce rilevanza giuridica alla stima dei risultati economici futuri, quale variabile idonea a giustificare – unitamente alla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica esistente – la sostenibilità di alcune scelte strategiche.

5.2. *Le best practice.*

La crescente importanza attribuita all'attività di pianificazione strategica ed economico-finanziaria da parte Legislatore nell'ultimo decennio è stata accompagnata dallo sviluppo di “modelli” e “*best practice*” di redazione del piano industriale e del *business plan*.

La *best practice* di riferimento è stata consegnata alla prassi attraverso una serie di documenti ufficiali:

- la “*Guida al piano industriale*” a cura di Borsa Italiana;
- le “*Linee-Guida alla redazione del Business Plan*” a cura del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili;
- i principi formulati dall’*International Valuation Standards Committee*;
- l’”*Impairment test in contesti di crisi finanziaria e reale: linee guida*” a cura dell’Organismo Italiano di Valutazione;
- le “*Linee Guida per la valutazione degli Immobili in garanzia delle esposizioni creditizie*” a cura dell’Associazione Bancaria Italiana.

5.2.1. La “*Guida al piano industriale*” di Borsa Italiana.

In particolare, il piano industriale è «*il documento che illustra le intenzioni strategiche del management relative alle strategie competitive dell'azienda, le azioni che saranno realizzate per il raggiungimento degli obiettivi strategici, l'evoluzione dei key value driver e dei risultati attesi. Esso ha un ruolo vitale nell'ambito della gestione delle imprese in quanto risulta utile al management per la rappresentazione della propria visione imprenditoriale; ai componenti del Consiglio di Amministrazione per*

svolgere appieno il ruolo di indirizzo e controllo della società; all'impresa per attirare risorse, umane e finanziarie, necessarie alla realizzazione dell'Action Plan».

I requisiti minimi di un piano industriale sono i seguenti: sostenibilità finanziaria, coerenza, attendibilità dei dati.

La sostenibilità finanziaria «deve essere considerata in relazione alla qualità e quantità delle fonti di finanziamento che il management intende utilizzare per fronteggiare i fabbisogni correlati alla realizzazione della strategia. A tal fine, durante l'arco temporale di piano sarebbe opportuno che i cash flow (intesi come la somma di utile netto e ammortamenti) coprissero almeno gli assorbimenti di capitale circolante e gli investimenti netti di sostituzione/ mantenimento, mentre il ricorso ad ulteriore capitale di debito e/o di rischio (e quindi ai proventi dell'IPO) dovrebbe avvenire per fronteggiare parzialmente o totalmente gli investimenti finalizzati alla crescita».

La coerenza è invece «una dimensione “interna” del piano e si manifesta laddove tutte le componenti – strategia realizzata e realtà aziendale di partenza, intenzioni strategiche, Action Plan, ipotesi e previsioni economico-finanziarie – siano tra di loro coerenti; le scelte strategiche devono, quindi, riflettersi nelle azioni realizzative preventivate e queste ultime devono trovare riscontro nell'andamento dei dati prospettici».

L'attendibilità si manifesta invece se il piano «viene formulato sulla base di ipotesi realistiche e giustificabili e se riporta risultati attesi ragionevolmente conseguibili. In particolare la fondatezza delle ipotesi va verificata rispetto alle condizioni di seguito analizzate».

È, inoltre, necessario che i contenuti del piano industriale risultino «realistici rispetto alle dinamiche competitive del settore di riferimento»; che ogni risultato atteso sia fondato – e tanto più tale risultato sia ambizioso, tanto più gli elementi fondanti dovranno essere credibili –.

Da ultimo, il piano non può prescindere da un'accurata analisi di sensitività, vale a dire un'analisi di tipo “*what if*”, tale da permettere di individuare le variabili critiche (competitive e gestionali) che più sono in grado di esercitare un influsso sulla creazione di valore e di verificare gli effetti associati ai diversi scenari.

5.2.2. Le “Linee-Guida alla redazione del Business Plan” del Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili²³.

Nel 2011 il Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e degli Esperti Contabili ha pubblicato un Documento intitolato “Linee-Guida alla redazione del Business Plan”, articolato in otto parti:

- 1) presentazione del progetto d’impresa, ove viene sinteticamente spiegato come il *Business Plan* debba contenere una descrizione della natura, degli obiettivi e delle caratteristiche essenziali del progetto a cui fa riferimento; principi generali di redazione del *Business Plan in base ai quali* l’esperto dovrebbe impostare e realizzazione un documento aziendale a carattere previsionale;
- 2) descrizione dell’azienda e della sua storia;
- 3) analisi dei mercati di riferimento dell’iniziativa, formulazione del relativo piano di marketing e di vendita e posizionamento competitivo;
- 4) formulazione del piano degli investimenti previsti e dei relativi costi;
- 5) elementi per la redazione del bilancio di previsione;
- 6) valutazione complessiva del progetto d’impresa: in particolare viene suggerito l’utilizzo di una valutazione dei punti di forza (*Strengths*) e di debolezza (*Weaknesses*) interna del progetto e una stima delle opportunità (*Opportunities*) e delle minacce (*Threats*) esterne del progetto stesso (*SWOT analysis*);
- 7) criticità nella elaborazione del *Business Plan*, in cui viene posta l’attenzione su alcune delle principali problematiche che si possono incontrare nell’elaborazione di un *Business Plan*, sia esso rappresentativo dell’intero complesso aziendale o di un solo progetto, presupponendo l’accuratezza del lavoro svolto dall’azienda o dal professionista nelle singole fasi di raccolta, analisi e rappresentazione delle informazioni che compongono un *Business Plan*.

²³ Il documento è reperibile all’indirizzo: <http://www.cndcec.it/Portal/Documenti/>.

6. Conclusioni.

Il dibattito sulla liceità delle operazioni di *Merger Leveraged Buy Out* riguarda profili di natura sia civilistica, sia penalistica, sia fiscale e si caratterizza – sotto ogni aspetto – per una tendenza verso la legittimazione di tale operazione.

In particolare, sul piano civilistico, il dibattito riguarda la natura contrastante dell'istituto del *Merger Leveraged Buy Out* con il contenuto dell'art. 2358 c.c., in materia di divieto di assistenza finanziaria.

Gran parte della dottrina e della giurisprudenza ritiene che l'implicita portata dell'art. 2501-*bis* c.c. sia volta da un lato a legittimare il *Merger Leveraged Buy Out* – fattispecie ormai sempre più diffusa nel contesto della Riforma, nonché in quello attuale, e quale *best practice* fra le forme di acquisizione societaria per i fondi di *private equity* – e dall'altro a responsabilizzare le società sull'utilizzo di strumenti strategici e di pianificazione economico-finanziaria adeguati.

La norma presenta infatti, quale punto focale, la necessità di un piano economico-finanziario con l'indicazione della “fonte delle risorse finanziarie” funzionali all'operazione di *MLBO* e la «descrizione degli obiettivi che si intendono raggiungere», la cui attendibilità viene valutata dalla Relazione di un esperto.

Tuttavia, sebbene la norma introduca, relativamente alla fattispecie in esame, alcuni obblighi esplicativi a garanzia della sostenibilità dell'operazione, residuano numerosi elementi di indeterminatezza, quali ad esempio il contenuto e l'ampiezza dell'“attestazione” fornita dall'esperto, i modelli aziendalistici a cui il piano economico-finanziario deve riferirsi, nonché i metodi utilizzati per la redazione dello stesso e l'orizzonte temporale da prendere in considerazione.

Nell'intento di colmare tali lacune, si ritiene ragionevolmente che, per la redazione del piano richiesto dalla normativa, si debba fare riferimento alla disciplina in tema di pianificazione e controllo strategico e a strumenti quali il *business plan* e il piano industriale *ex art.* 2381 c.c., completandone il contenuto ai fini di fornire adeguate indicazioni in merito alla fonte delle risorse utilizzate e agli obiettivi che si intendono raggiungere; in ciò ricorrendo ai modelli di *best practice*, raccomandati da enti autorevoli ed accreditati.

Anche dal punto di vista penalistico, il dibattito in merito alla liceità di tale istituto, a decorrere dalla Sentenza della Cassazione penale del 2006, assume un

orientamento a favore della legittimità, o meglio della neutralità dello stesso, a seguito dell'*abolitio* dell'art. 2630, comma 1, n. 2, c.c., norma sanzionatoria dell'art. 2358 c.c..

L'operazione mantiene, peraltro, un rilievo penale nell'ambito della fattispecie della bancarotta fraudolenta, *ex* art. 223, comma 2, n. 2, l.f.; ma, anche in questo caso, può assumere natura distrattiva soltanto nell'ipotesi in cui il *leveraged buyout*, non sia – al momento del suo avvio – sorretto da un piano economico-finanziario ed abbia il solo effetto di depauperare la società *target*.

Sotto il profilo fiscale invece, sono stati esaminati gli accorgimenti applicati all'art. 172 T.U.I.R. in tema di fusione, nel caso in cui questa sia la fase di completamento di un *leveraged buyout*, giungendo alla conclusione che le peculiarità patrimoniali delle società coinvolte in tale operazione non permettono l'applicazione della normativa disciplinata dall'art. 172, comma 7, T.U.I.R. in tema di riporto delle perdite fiscali, in merito alla quale – pertanto – può essere richiesta la disapplicazione.

In generale, la giurisprudenza tributaria si è espressa più volte a favore della legittimità del *Merger Leveraged Buyout*, qualificandolo quale miglior forma di acquisizione societaria per i fondi di *private equity*.

Infine, si è osservato come – in una prospettiva più ampia – l'art. 2501-*bis* c.c. costituisca solo il primo esempio dell'importanza crescente della pianificazione economica e finanziaria di medio-lungo periodo: nell'ambito delle riforme della Legge fallimentare, gli artt. 67, comma 3, lett. *d*), 161 e 182-*bis* hanno attribuito rilevanza giuridica alla stima dei risultati economici futuri, quale variabile idonea a giustificare – unitamente alla situazione patrimoniale, finanziaria ed economica esistente – la sostenibilità degli strumenti stragiudiziali di risoluzione della crisi d'impresa.