

Artt. 2501 ss. c.c.

Mariangela Frascari
e Alessandro Tentoni

La fusione con indebitamento

La struttura dell'operazione

Con la *merger leverage buy-out* (fusione con indebitamento - Mlbo), si può acquisire il controllo di una società redditizia utilizzando mezzi di terzi che vengono rimborsati dopo la fusione con il promotore grazie ai flussi monetari prodotti.

La finalità è dunque rappresentata dall'avvicendamento del soggetto economico di un'impresa profittevole autofinanziando l'operazione, sebbene parte della dottrina reputi **illegitima** un'operazione ispirata solo da **intenti predatori**¹.

Pur osservando che un'acquisizione aziendale con capitale di debito è sempre possibile qualora si ottenga il necessario affidamento finanziario, magari garantito dalla partecipazione o dall'impresa oggetto di trasferimento, ciò che contraddistingue lo schema in esame è la fase di **estinzione dell'indebitamento** che avviene con **risorse auto-generate** dall'entità risultante dalla concentrazione.

Inoltre, lo stesso risultato si potrebbe configurare qualora la provvista debitoria procacciata venga impiegata per acquistare l'azienda-bersaglio (*asset deal*), anziché la partecipazione societaria di controllo (*share deal*); tuttavia, l'alternativa appare meno lineare in quanto richiede la liquidazione della società *target* per la distribuzione del prezzo, impedisce un trasferimento parziale che nel *share deal* può avvenire per mezzo di partecipazione di controllo non totalitaria e comporta maggior onerosità fiscale.

Requisito fondamentale per il successo dell'operazione è rappresentato dalla capacità dell'unità trasfe-

Particolarità della versatile operazione di fusione con indebitamento è che, una volta **perfezionata un'acquisizione** grazie all'effetto leva dell'indebitamento del promotore, il **ripristino di un adeguato equilibrio** patrimoniale e finanziario della società risultante dalla fusione si deve realizzare **con i flussi economici e monetari** generati dall'**impresa target**. Il significativo livello di rischio che incombe su questa gestione straordinaria, a fronte del ridotto o assente impiego di mezzi propri, giustifica le puntuali cautele contemplate dall'art. 2501-bis c.c., a tutela in specie del ceto creditorio e degli eventuali soci di minoranza rimasti della società acquisita, e richiede un'**attenta pianificazione e riflessione** per tutte le fasi del procedimento.

rita di generare il *cash-flow* richiesto per assolvere al debito contratto dall'acquirente, che in genere costituisce un'**apposita newco** per procedere alla **compravendita della partecipazione**.

Ciò che appare saliente è, in particolare, l'**attitudine** radicata della **gestione caratteristica dell'azienda target** a **conseguire profitti** e a prefigurare **margini di crescita**, in misura tale da ottenere la liquidità indispensabile a compensare l'aggravio della massa debitoria indotto dalla fusione, in genere realizzata per incorporazione diretta o inversa.

Non può ritenersi infatti plausibile che le risorse monetarie derivino principalmente da attività accessorie quali rendimenti di impieghi finanziari o immobiliari, da proventi di tipo straordinario o da dismissione di cespiti non strategici, in quanto in tali contesti, al di là della probabile esiguità o eccessiva aleatorietà dei flussi monetari realizzabili, i potenziali acquirenti potrebbero trovare l'operazione non particolarmente allettante.

Il **rischio finanziario** della fusione con indebitamento appare dunque **piuttosto rilevante**, sostanziandosi nell'eventualità che, nell'assetto successivo

1. In questo senso M. Tamburini in Maffei Alberti, *Il nuovo diritto delle società*, vol. IV, pag. 2530, che presenta il caso in cui la società acquirente disponga solo della partecipazione nell'impresa-obiettivo.

alla concentrazione, la società non sorregga il volume passivo trasferito, e spiega le puntuali cautele introdotte dal legislatore con l'**art. 2501-bis c.c.**, su cui si tornerà diffusamente più avanti.

Sembra quindi indispensabile **pianificare in modo completo e dettagliato** l'operazione in discorso avvalendosi di un sistema di *budgeting* adeguato alle finalità perseguite, con arco di riferimento almeno pari alla durata dell'esposizione passiva da estinguere, supportato da indagini sulla sensitività del programma alle assunzioni e agli indicatori centrali, così da immaginare le conseguenze indotte dalle possibili variazioni, corredato dall'analisi della dinamica degli indici di bilancio più rappresentativi in materia di redditività, margini finanziari e indebitamento.

La **partecipazione da acquisire** deve consentire il **controllo** secondo il disposto dell'**art. 2359, commi 1-2, c.c.**, anche con l'eventuale ausilio di pacchetti minoritari già in portafoglio, che contempla la casistica del possesso indiretto tramite altre società ed enti interposti, di rapporti contrattuali o di clausole statutarie². Dal lato del finanziamento necessario, nel silenzio della normativa e in base agli spunti offerti dalla prassi professionale, sembra consentito ricorrere sia a debiti di finanziamento, ricevendo risorse da terzi con modalità tipiche quali mutuo bancario, finanziamento soci, prestito obbligazionario, anticipazioni ecc., ovvero a debiti di funzionamento, regolando il pacchetto acquisito con dilazione di pagamento.

Tipi di fusione con indebitamento

A seconda dei soggetti coinvolti nell'operazione, si possono distinguere **diverse tipologie di fusione con indebitamento**.

In quella storicamente più nota, i manager della **stessa azienda-obiettivo** provvedono a **costituire un veicolo societario per avviare l'acquisizione (merger management buy out)**, confidando sulla diretta conoscenza dell'impresa nelle sue potenzialità e disfunzioni, sulla possibilità di predisporre efficacemente il piano di riequilibrio

finanziario e di supervisionare la fase attuativa.

Nel caso la fusione acquisitiva venga realizzata da **dirigenti esterni**, in parte magari con esperienze nel settore di riferimento, si concretizza il **merger management buy in**.

In alcuni casi possono essere gli stessi **dipendenti** comuni della **società target** a promuovere l'acquisto e la successiva concentrazione (**merger workers buy out**), in parte per le stesse motivazioni che incentivano il *merger management buy out*, a volte per conseguire nel contempo un controllo più immediato del rapporto lavorativo in chiave futura. L'operazione si rivela un'interessante soluzione anche nelle **famiglie imprenditoriali** in cui la volontà di occuparsi di un'impresa redditizia contraddistingue solo alcuni membri, sprovvisti magari delle necessarie risorse finanziarie per compensare i parenti in uscita, **favorendo in talune fattispecie** anche un proficuo **passaggio generazionale (merger family buy out)**.

Ad esempio, nell'esperienza di chi scrive, è accaduto che, nell'ambito di un gruppo di fratelli contitolari di un'avviata impresa di servizi, alcuni intendessero avvalersi della gestione straordinaria in oggetto per rilevare attraverso un nuovo veicolo societario con debito di funzionamento le quote di quei soci desiderosi di ottenere liquidità per fini personali. All'interno di **gruppi di imprese**, processi di **riorganizzazione** possono essere favoriti dal procedimento in esame, che assumerebbe allora la denominazione di **merger corporate buy out**, laddove si miri a spostare aziende profittevoli in altre divisioni della catena societaria senza l'impiego di risorse esterne, per conseguire sinergie gestionali più dirette con altre unità in virtù dei legami partecipativi, in vista di suddivisioni di filoni societari per mezzo tipicamente di scissioni, con l'obiettivo della dismissione della società-bersaglio dopo il riequilibrio patrimoniale.

Infine, lo strumento in parola può trovare persino spazio nell'acquisizione di **aziende da risanare (merger turnaround buy out)**, caratterizzate da un equilibrio economico prospettico di base

² Queste riflessioni sono riportate nel Documento n. 50 *Aristeia, La fusione a seguito di indebitamento (Merger leverage buy-out)*, Fondazione *Aristeia e Consiglio Nazionale Dottori Commercialisti*, 2005, pagg. 5-6, e in Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, *Massima n. L.B.1, "Ambito applicativo dell'art. 2501 bis c.c."*, 1° pubbl. 9/06.

fondato sul successo dei prodotti o servizi collocati sul mercato e sulla capacità di remunerare i fattori produttivi impiegati, che richiedano sovente l'immissione di particolari *key skill* per realizzare i piani economici e di sviluppo necessari ad affrontare l'indebitamento contratto dal compratore. Il processo di ristrutturazione potrebbe altresì richiedere un **supporto finanziario esterno**, con mezzi di debito per procacciare le disponibilità necessarie a sostenere il *budget* economico predisposto o con capitali propri per l'esigenza ulteriore di migliorare l'equilibrio patrimoniale.

È di tutta evidenza come, in questi scenari, il livello di rischiosità complessivo si rivela superiore rispetto alle altre ipotesi delineate, con inevitabili riflessi peraltro nel prezzo dell'acquisizione che vede spesso protagonisti **fondi di *private equity***^[3], istituzionalmente dotati delle ulteriori risorse finanziarie eventualmente occorrenti e deputati al rilancio di aziende sane con disfunzioni gestionali superabili nella prospettiva della successiva conveniente rivendita.

Aspetti civilistici

Come si accennava, l'operazione in oggetto è disciplinata dall'art. 2501-bis c.c., che arricchisce il procedimento da adottare per tutte le concentrazioni prescritto dagli artt. 2501 ss. c.c., con una serie di accorgimenti informativi qualificati tesi a consentire una più consapevole valutazione da parte delle compagini sociali deliberanti e dei terzi, soprattutto i creditori.

Nel particolare, i **progetti di fusione** delle società partecipanti ex art. 2501-ter c.c., che illustrano i passi salienti dell'accorpamento da realizzare dopo l'acquisizione, devono rappresentare da **quali fonti provengano le risorse finanziarie** necessarie a **estinguere l'indebita-**

mento contratto.

Si noti che il documento viene redatto dagli organi amministrativi, che hanno quindi l'onere di verificare la ricorrenza di una Mlbo, senza che alcuna responsabilità possa essere attribuita ad altri soggetti quali, ad esempio, il notaio che stipula l'atto^[4].

Secondo ulteriore prassi notarile, su uno degli aspetti maggiormente caratterizzanti la fattispecie e quindi da vagliare con attenzione, quello dell'indebitamento per procedere all'acquisizione, **la normativa civilistica in esame troverebbe applicazione** qualora il **subject proponente** assumesse debiti in un ammontare da rendere **eccessivamente squilibrata la propria struttura patrimoniale**, quand'anche garantiti da terzi che in caso di escussione assumerebbero l'azione di regresso verso la risultante dalla fusione^[5].

Per quanto riguarda le **situazioni patrimoniali** richieste dall'art. 2501-quater c.c., è possibile anche in queste tipologie di fusioni avvalersi dell'**esonero con l'unanime consenso dei votanti l'operazione**, ai sensi dell'ultimo comma della disposizione richiamata^[6].

La **relazione degli amministratori** contemplata dall'art. 2501-quinquies c.c. ha invece il delicato compito di **esporre le finalità perseguite** e di sviluppare gli approvvigionamenti monetari specificati nel progetto in **piani economico-finanziari** almeno pari alla durata del rimborso della massa debitoria acquisita. Tali supplementi d'informazione societaria vengono poi rafforzati dall'intervento professionale degli **esperti** di cui all'art. 2501-sexies, che nella relazione da predisporre devono attestare la **ragionevolezza delle determinazioni** richieste per l'operazione in esame **nel progetto di fusione.**

3. Tali soggetti possono altresì intervenire negli altri contesti di fusione con indebitamento descritti affiancando i promotori dell'acquisizione.

4. In questo senso il Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. L.B.6, "Controllo notarile nelle fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento", 1° pubbl. 9/06.

5. Cfr. Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. L.B.1, cit.

6. Così il Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 137, "Rinuncia alla situazione patrimoniale nelle fusioni di società neo-costituite, nelle fusioni con indebitamento e nelle fusioni transfrontaliere (artt. 2501-quater, comma 3, 2501-quinquies, comma 3 e 2501-bis c.c.; art. 4, comma 1, d.lgs. 108/2008)", 13 maggio 2014.

ESEMPIO 1. FUSIONE CON INDEBITAMENTO: ASPETTI CONTABILI

Si ipotizzi che un soggetto che voglia acquisire una società B costituisca allo scopo la società A, dotandola di capitale sociale pari a 100 e contraendo un mutuo per 2.900, in vista dell'incorporazione con indebitamento dell'azienda-obiettivo. Il valore economico di B viene concordato dalle parti in 3.000, e la società A decide di comprare una percentuale pari all'80%, che viene stimata in modo proporzionale pari a 2.400. La valutazione economica di A è invece convenuta per mera ipotesi in 1.500 in vista della successiva fusione. In *tabella 1* viene presentato lo stato patrimoniale di A dopo l'acquisizione.

TABELLA 1. SITUAZIONE PATRIMONIALE SOCIETÀ A DOPO L'ACQUISIZIONE

Partecipazione 80% di B	2.400	Mutui passivi	2.900
Attivo circolante	600	Totale passivo	2.900
		Capitale sociale	100
Totale attivo	3.000	Totale a pareggio	3.000

La *tabella 2* riporta la situazione patrimoniale di B.

TABELLA 2. SITUAZIONE PATRIMONIALE SOCIETÀ B

Immobilizzazioni	1.850	Fondo TFR	1.710
Attivo circolante	3.150	Debiti	2.290
		Totale passivo	4.000
		Capitale sociale	500
		Riserve	500
		Patrimonio netto	1.000
Totale attivo	5.000	Totale a pareggio	5.000

Nella programmata fusione per incorporazione di B in A, le movimentazioni salienti dell'incorporante e le relative scritture contabili in partita doppia sono di due tipi: in corrispondenza con l'annullamento della partecipazione dell'80% di B e per l'aumento di capitale sociale da riservare al socio di minoranza che detiene il 20% di B.

Nel primo caso, il confronto economico alla base della rilevazione contabile di A è tra il valore di iscrizione in bilancio del pacchetto di maggioranza, 2.400, in uscita e l'80% del patrimonio netto contabile di B suddiviso nei singoli componenti, 800, in entrata, da cui si evince una differenza di 1.600 interpretabile in prima battuta quale disavanzo da annullamento da fusione.

Pertanto si rileva quanto segue (*scrittura contabile 1*):

SCRITTURA CONTABILE 1. ANNULLAMENTO PARTECIPAZIONI IN B

Data	Descrizione	Dare	Avere
	Immobilizzazioni	1.480	
	Attivo circolante	2.520	
	Disavanzo da annullamento da fusione	1.600	
	Partecipazione 80% di B		2.400
	Fondo Tfr		1.368
	Debiti		1.832

La seconda movimentazione per accogliere il 20% del patrimonio netto contabile di B nell'incorporante, pari nel complesso a 200,

ma distinto nei singoli elementi attivi e passivi, propone il confronto con l'entità dell'aumento di capitale sociale che A deve eseguire a favore del socio di minoranza dell'incorporata.

In base ai dati ipotizzati, tale pacchetto minoritario assume valore economico di 600 (il 20% del capitale economico complessivo di B stimato in 3.000), e "pesa" sul valore economico di A prima della fusione (1.500) per il 40%.

Si deve quindi procedere ad aumentare il capitale sociale dell'incorporante del 40% di 100, ovvero per 40, notando che il socio di minoranza detiene nell'assetto successivo il 28,57% delle quote o azioni pari nel complesso a 140, e la stessa percentuale corrisponde al rapporto tra il valore economico della sua quota (600) e il totale della valutazione della partecipazione del 20% e dell'intera società A (600 + 1.500). Raffrontando l'ingresso del patrimonio contabile di 200 in entrata e il "pagamento" mediante aumento di capitale sociale per 40 in uscita, viene evidenziata una differenza di 160 qualificabile avanzo da concambio da fusione. In contabilità si rileva quanto segue (*scrittura contabile 2*).

SCRITTURA CONTABILE 2. CONCAMBIO PARTECIPAZIONE 20% IN B

Data	Descrizione	Dare	Avere
	Immobilizzazioni	370	
	Attivo circolante	630	
	Fondo TFR		342
	Debiti		458
	Capitale sociale		40
	Avanzo da concambio da fusione		160

Si avrà quindi una situazione patrimoniale di A post fusione come indicato in *tabella 3*.

TABELLA 3. SITUAZIONE PATRIMONIALE SOCIETÀ A DOPO LA FUSIONE

Immobilizzazioni	1.850	Mutui passivi	2.900
Attivo circolante	3.750	Fondo TFR	1.710
Disavanzo da annullamento da fusione	<u>1.600</u>	Debiti	<u>2.290</u>
		Totale passivo	6.900
		Capitale sociale	140
		Avanzo da concambio fusione	<u>160</u>
		Totale patrimonio netto	300
Totale attivo	7.200	Totale a pareggio	7.200

Il rapporto tra mezzi propri e totale fonti passa dunque per l'incorporante dall'iniziale 3,34% (tabella 1) al 4,17% nella situazione patrimoniale post-fusione (tabella 3), nella prospettiva di un progressivo riequilibrio grazie ai redditi prodotti dall'impresa acquisita.

Infine, in presenza di organi incaricati obbligatoriamente o facoltativamente^[7] della **revisione legale di almeno una delle società interessate**, è necessario allegare al progetto **una relazione**^[8]

7. L'art. 37, comma 31, D.Lgs. 39/2010 ha infatti soppresso il riferimento alla sola revisione contabile obbligatoria, estendendo l'obbligo in discorso anche alle ipotesi di incarichi deliberati dall'assemblea: in questo senso Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 118, "La relazione del soggetto incaricato della revisione legale nella fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (art. 2501-bis, comma 5, c.c.)", 5 aprile 2011.

8. È sufficiente un solo documento, secondo l'interpretazione fornita dal Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n.

concernente la **bontà contabile dei dati** e delle **metodologie di valutazione** adottate dagli amministratori nella stesura del **piano economico-finanziario**. Giocoforza tutte queste **prescrizioni** a carico degli **amministratori**, degli **esperti** e degli eventuali **revisori** risultano **inderogabili**, proprio per garantire la chiarezza sugli scopi e sui mezzi di cui si avvale l'operazione⁹, anche laddove operino disposizioni di esenzione relative alle altre parti dei documenti in parola. In particolare i soggetti maggiormente esposti a rischi in occasione di una fusione con indebitamento risultano i creditori e i soci di minoranza della società *target* acquisita, in genere con elevato valore economico, che a seguito della concentrazione potrebbero vedere ridotta o annullata la garanzia rappresentata dal patrimonio aziendale. Peraltro i primi possono sempre avvalersi dell'opposizione ex art. 2503, comma 2, c.c., mentre i secondi dispongono di un diritto di recesso incondizionato se titolari di quote di società a responsabilità limitata (art. 2473, comma 1, c.c.), ovvero subordinato a eventi indotti dall'operazione quali una sostanziale modifica dell'oggetto sociale, il cambiamento della forma giuridica o il trasferimento della sede all'estero, se proprietari di azioni (il quasi omonimo art. 2437, comma 1, c.c.).

Sembra infine applicabile alla fusione con indebitamento la **riduzione dei termini** disposta dall'ultimo periodo dell'art. 2505-quater c.c., in caso di partecipazione di società non azionarie, poiché l'ultimo comma dell'art. 2501-bis c.c. esonera solo dalle semplificazioni di altro tenore di cui agli artt. 2505 e 2505-bis c.c., rivolte alle incorporazioni di controllate almeno al 90%¹⁰.

Aspetti fiscali

Sul piano **tributario** un tema di specifico interesse per le Mlbo è il **riporto delle perdite pregresse** e la **deducibilità degli interessi passivi incipienti** rispetto a quelli

attivi e al 30% del risultato operativo lordo (ROL) di cui all'art. 96, comma 4, Tuir (oltre all'**eccedenza dell'aiuto alla crescita economica**), condizionati per ogni fusione dal superamento dei **test di vitalità patrimoniale e economica** contemplati dall'art. 172, comma 7, Tuir, con l'evidente finalità di impedire operazioni motivate solo dal tristemente noto fenomeno del commercio delle "bare" fiscali. Tali franchigie riportabili maturano con più frequenza e vario ammontare in capo alla società acquirente la partecipazione di controllo, che però risultando spesso di recente costituzione non consegue a volte l'arco di tempo biennale richiesto per le verifiche imposte dal suddetto art. 172 Tuir. Un'apertura favorevole è intervenuta ad opera della circolare 30 marzo 2016, 6/E, che ritiene **non ricorrenti gli estremi dell'abuso del diritto** di cui all'art. 10-bis legge 27 luglio 2000, n. 212, anche nell'impossibilità di controllare i menzionati *test*, laddove l'operazione persegua interessi economici precisi e non il mero conseguimento dei ricordati vantaggi fiscali, circostanza da far valere anche a mezzo delle istanze di disapplicazione previste dall'art. 11, comma 1, lett. c), legge 27 luglio 2000, n. 212. Si riporta, a pagina precedente, un esempio di fusione con indebitamento (*esempio 1*).

Conclusioni

In conclusione, la fusione con indebitamento risulta essere un'operazione versatile dal punto di vista operativo, sia sotto il profilo delle diverse modalità con le quali può essere attuata, sia in riferimento ai soggetti che vi possono partecipare, sia in termini di fonti di finanziamento utilizzate. Appare tuttavia fondamentale verificare la sostenibilità economico-finanziaria dell'operazione soprattutto in relazione al rischio connesso all'utilizzo di un'elevata leva finanziaria. Non a caso, il piano economico finanziario costituisce il fulcro attorno al quale ruotano alcune delle principali formalità procedurali richieste dal codice civile per questo tipo di operazione. ●

L.B.7, *Relazione ex art. 2501-bis, comma 5, c.c., 1° pubbl. 9/06 - modificato 9/12, e dal Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 118, cit. Sul contenuto della relazione si veda il Documento n. 50 Aristeia, op. cit., pag. 9, e Fondazione Centro Studi Unione Nazionale Giovani Dottori Commercialisti, Profili giuridici di problematicità del merger leverage buyout, circolare n. 8 del 28 maggio 2009, pag. 10.*

9. *Concordi in proposito sull'obbligatorietà delle previsioni di cui all'art. 2501-bis, c.c., alcuni Autori (M. Tamburini in Maffei Alberti, cit., pag. 2578) e la prassi notarile di cui al Consiglio Notarile di Milano, Massima n. 60, "Attestazioni dell'esperto in caso di fusione con indebitamento e di fusione anticipata (artt. 2501-bis, comma 4, e 2503, comma 1, c.c.)", 19 novembre 2004, Comitato Interregionale dei Consigli Notarili delle Tre Venezie, Massima n. L.B.2, "Derogabilità al procedimento di fusione a seguito di acquisizione con indebitamento ex art. 2501 bis c.c.", 1° pubbl. 9/06.*

10. *Così in Consiglio Nazionale del Notariato, Quesito di impresa n. 194-2009/I, Leverage buy-out e art. 2505-quater, in CNN Notizie del 17 settembre 2009.*