

OSSERVATORIO SOCIETARIO
DEL CONSIGLIO NOTARILE DEI DISTRETTI NOTARILE RIUNITI
DI FIRENZE, PRATO E PISTOIA

**Fusioni per incorporazione tra società una delle quali abbia contratto debiti
per l'acquisizione di partecipazioni non di controllo**

Qualora una società abbia contratto debiti per acquisire una partecipazione non di controllo in altra società, ovvero per incrementare una preesistente partecipazione già qualificabile come di controllo, la successiva fusione tra dette società non richiede l'osservanza delle regole procedurali ed informative dettate dall'art. 2501-bis c.c.

Tra le delicate questioni interpretative poste dalla nuova disposizione dettata dall'art. 2501-bis c.c. in tema di «*fusioni a seguito di acquisizione con indebitamento*», un problema particolarmente rilevante e meritevole di attenzione, anche per i suoi corollari sotto il profilo notarile, riguarda l'applicazione di detta disposizione all'ipotesi in cui una società abbia contratto debiti per acquisire una partecipazione non di controllo ovvero per incrementare una preesistente partecipazione di controllo nell'altra società coinvolta nella fusione.

La risposta che si ritiene di dover dare al quesito è negativa, dovendosi in linea di principio ritenere che lo spettro applicativo della disposizione sia insuscettibile di estensione tanto all'acquisto di una partecipazione che non permetta di conseguire il controllo della società partecipante alla futura fusione, quanto all'incremento di una preesistente partecipazione di controllo, già in essa precedentemente detenuta.

L'ambito di applicazione dell'art. 2501-bis c.c. è delineato dal primo comma della disposizione, il quale statuisce 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»*.

Il primo ed indefettibile presupposto ai fini della configurabilità della fattispecie regolamentata dall'art. 2501-bis c.c. è dunque che una delle società partecipanti alla fusione *«abbia contratto debiti per acquisire il controllo dell'altra»*; soltanto in tale ipotesi è dato ravvisare una fusione qualificabile come *merger leveraged buy out*, e per ciò soggetta alla più rigorosa procedura analiticamente indicata nei capoversi della norma in esame.

Il requisito della finalizzazione del finanziamento (e più latamente, dell'indebitamento) all'acquisizione del controllo ha un preciso riscontro testuale nella genesi storica della disposizione: l'art. 2501-bis c.c. è stato infatti introdotto, com'è noto, dalla riforma del diritto societario di cui al d.lgs. n. 6 del 2003, in attuazione dell'art. 7, co. 1, lett. d) della legge n. 366 del 2001, che delegava l'esecutivo ad introdurre una disciplina diretta a stabilire *“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 articoli 2357 e 2357-quater del codice civile, e del divieto di accordare prestiti e di fornire garanzie per l'acquisto o la sottoscrizione di azioni proprie, di cui all'art. 2358 del codice civile”*.

Trova dunque conferma, anche sul piano nomogenetico e delle fonti costituzionali (art. 76 Cost.), la volontà del legislatore storico di riferire la nuova disciplina, non già a tutte le «fusioni a seguito di acquisizione di partecipazioni con indebitamento», ma più selettivamente alle sole «fusioni a seguito di acquisizione del controllo con indebitamento».

Devono pertanto ritenersi elementi coessenziali alla fattispecie delineata dall'art. 2501-bis: a) che vi sia stato un acquisto del controllo; b) che l'acquisto del controllo sia avvenuto utilizzando lo strumento del debito.

Con riferimento a quest'ultimo requisito, si è autorevolmente chiarito che *«sono certamente estranee alla nozione letterale di “finanziamento” le dotazioni di mezzi propri della società, come i conferimenti a capitale o sopraprezzo, i versamenti a fondo perduto e in genere gli apporti che non*

sono soggetti a vincolo di restituzione e che non debbono essere registrati tra le voci del c.d. passivo “reale” del bilancio»¹. Nella definizione di cui sopra devono invece intendersi ricompresi i *prestiti obbligazionari* a ciò destinati ed i debiti derivanti dalla *dilazione di pagamento* eventualmente pattuita in sede di acquisizione delle partecipazioni e, per quanto riguarda le somme erogate “fuori capitale” dai soci a favore della società, “deve .. ritenersi che la disciplina sia applicabile nel caso di *finanziamenti-soci* ... e non nel caso di *versamenti in conto capitale*, che sono poste di netto patrimoniale.”². Detti “finanziamenti devono essere ancora in essere al momento della fusione” e “non ha alcun rilievo quanto tempo sia passato fra l’assunzione del finanziamento, l’acquisto del controllo e la fusione”, né “che il finanziamento copra l’intero prezzo di acquisto o una determinata percentuale minima dello stesso ovvero superi una determinata soglia”³

Il ruolo centrale che riveste, nella struttura della fattispecie, lo scopo per cui è assunto l’indebitamento oggetto di “traslazione” sul patrimonio della società acquisita in conseguenza della fusione, emerge del resto in termini non equivoci dalla lettera della norma, che – come si è detto – assegna esclusivo rilievo ai finanziamenti che la società partecipante alla fusione abbia «*contratto per acquisire il controllo dell’altra*». E non può non condividersi la puntuale esegesi di chi ha immediatamente sottolineato che «la proposizione subordinata “*per acquisire il controllo dell’altra*” dà rilievo alla finalità dell’assunzione del debito, mentre il participio passato del verbo «*contrarre*» sembra escludere la rilevanza dei debiti preesistenti alla decisione della società di investire nell’acquisto del controllo”⁴. Devono, pertanto, ritenersi rilevanti i debiti “anomali” rispetto alla normale attività d’impresa che siano di fatto stati contratti per procedere all’acquisizione o da essa direttamente discendenti⁵ senza che ciò renda la norma applicabile ai casi di fusione tra società già fortemente indebitate per motivi “imprenditoriali” o comunque diversi dal nesso con l’acquisizione della partecipazione di controllo nella target.

E’ in effetti con peculiare riferimento a tali fattispecie – connotate dalla finalizzazione del debito all’acquisizione del controllo, da un lato, e al rapporto di causalità tra fusione e finalizzazione del

¹ M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose (merger leveraged buy out)*, in Riv. soc., 2004, p. 232

² L. G. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, in *Contratto e impresa*, 2003, p. 1409

³ M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, cit., p. 234 s.

⁴ Così ancora M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, cit., p. 233, ove il rilievo conclusivo che «i finanziamenti debbono sorgere e trovarsi in relazione di “mezzo a scopo” rispetto all’acquisizione del controllo»

⁵ in questo senso sembra anche P. MONTALENTI, *Il leveraged buy out nel nuovo diritto penale commerciale e nella riforma del diritto societario*, in *Giur. Comm.* 2004, p. 814/1

patrimonio della società acquisita a garanzia o a fonte di rimborso del debito, dall'altro – che dottrina e giurisprudenza avevano in passato ravvisato possibili rischi di elusione del divieto di assistenza finanziaria enunciato dall'art. 2358 c.c.

La nuova disciplina, anche alla luce delle chiare indicazioni della legge delega, consente pertanto di affermare che, in assenza dei presupposti ora ricordati (e segnatamente, in assenza di una acquisizione del controllo), la legittimità della fusione non richiede necessariamente l'osservanza delle regole procedurali ed informative dettate dall'art. 2501-*bis* c.c..

Come ha osservato la dottrina già richiamata, «la legge parla solo dell'acquisto del controllo, il che presuppone che il controllo prima non ci sia»⁶.

La formulazione della norma appare invero chiara ed inequivoca e non può pertanto essere dilatata fino al punto di comprendere ipotesi che manifestamente essa non contempla, quali l'*incremento* di una preesistente partecipazione di controllo⁷, ovvero l'*acquisto* di una partecipazione che non permetta di conseguire il controllo della società partecipante alla futura fusione.

Il legislatore si è concentrato sull'acquisizione del controllo ritenendo che in questa ipotesi si crei un pericolo per il sistema (e ciò quand'anche l'acquisizione del controllo avvenga per cause in qualche modo "indipendenti" dalla volontà del socio quali ad esempio: il recesso degli altri soci o l'operare di clausole tag-along o drag-along); se ne deduce che l'interesse tutelato non è tanto la tutela dei soci e dei creditori per il fatto che si operi una fusione con una società fortemente indebitata (ipotesi peraltro ben possibile anche in assenza di controllo e per la quale il legislatore non ha previsto alcuna ulteriore cautela al fuori di quelle ordinariamente previste per le fusioni in genere) quanto il fatto che l'indebitamento sia stato contratto al fine dell'acquisizione del controllo perché questo potrebbe avere effetti distorsivi sul mercato⁸.

⁶ e v. ancora M.S. SPOLIDORO, op. cit., p. 238

⁷ In questo senso invece L. G. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit., p. 1416

⁸ In questo senso l'Orientamento L.B.2 del "COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI IN MATERIA DI ATTI SOCIETARI" che afferma: "Le disposizioni di cui all'art. 2501bis c.c. trovano sempre applicazione, anche nei casi in cui: - tutti i soci delle società coinvolte nella fusione e tutti i creditori delle medesime abbiano manifestato il loro consenso a derogare alla procedura di legge; - la società incorporante detenga l'intero capitale sociale dell'incorporata. Si precisa infatti che dette disposizioni sono volte essenzialmente ad evitare comportamenti distorsivi del mercato e dell'economia posti in essere sfruttando la leva finanziaria attuata mediante l'acquisto del controllo di società con finanziamenti destinati ad essere garantiti o rimborsati con il patrimonio delle medesime società acquistate. In altre parole è nella fisiologia del sistema che una società non possa acquistare il controllo di un'altra mediante indebitamento se non sia dotata di adeguate garanzie o risorse economiche, anche solo potenziali. Tale circostanza garantisce di per sé l'impossibilità del

Il legislatore si occupa della sola ipotesi del controllo e non delle altre ipotesi non ritenendole ugualmente pericolose per la società, i suoi soci ed il ceto creditorio e ciò perchè:

- nel caso di acquisizione di una quota di minoranza, saranno gli altri soci - rappresentanti la maggioranza del capitale sociale e dei quali gli amministratori sono espressione - a valutare in assemblea se l'interesse della società è tale da rendere opportuno l'accollo dell'onere dell'acquisizione per quanto grande sia; proprio perchè la decisione resta, comunque rimessa agli altri soci ed alla loro valutazione imprenditoriale nonchè agli amministratori, che sono da loro espressi, non sussiste la necessità di una ulteriore verifica indipendente sulla sostenibilità economico e finanziaria dell'operazione, trattandosi, in fondo di una normale scelta imprenditoriale, come lo sarebbe una qualsiasi operazione finanziariamente pericolosa;

- nel caso di incremento del controllo tale spiegazione non vale; in questo caso, l'indebitamento è però diretto a rafforzare la posizione all'interno di una società già acquisita con mezzi propri o comunque acquisita per la maggioranza del capitale con mezzi propri (perché se vi fosse stato indebitamento la fattispecie andrebbe ricostruita unitariamente, come detto in seguito e l'applicazione della norma sarebbe indiscussa) e dunque il rischio di riversare sui creditori della target l'indebitamento è sensibilmente inferiore (o ritenuto-postulato comunque tale dal legislatore). In questa ipotesi l'interesse sociale coincide con quello del socio imprenditore/controllante che ha già molto investito nella società obiettivo e quindi si presuppone non stia compiendo un'operazione spregiudicata a spese della società, ma stia cercando di porsi nelle condizioni migliori per perseguirne l'interesse; senza considerare che, come detto sopra, l'acquisizione dell'ulteriore partecipazione potrebbe essere in qualche misura una scelta obbligata per l'acquirente proprio per continuare a perseguire il suo progetto.

crearsi di concentrazioni imprenditoriali prive di un adeguato piano economico e finanziario che ne assicuri la sopravvivenza, ovvero il crearsi di concentrazioni giustificate esclusivamente da intenti speculativi di breve respiro. Nella norma in commento risulta di contro estremamente attenuata, se non del tutto assente, la volontà di tutelare i soci delle società coinvolte nell'operazione da possibili annacquamenti delle loro partecipazioni o i terzi creditori da rischi di insolvenza. Gli interessi portati dai soci o dai terzi creditori sussistono infatti tutte le volte che una fusione avvenga tra società indebitate e società non indebitate, prescindendo quindi dalla circostanza che i debiti siano stati contratti al fine di acquisire il controllo della incorporata da parte dell'incorporante. Inoltre l'art. 2501bis c.c. trova applicazione esclusivamente quando l'indebitamento è finalizzato ad acquisire il controllo della società "bersaglio" e non anche quando lo stesso è funzionale all'acquisto di una partecipazione che non garantisca il controllo, ancorché di rilevante valore. In realtà gli interessi dei soci e dei terzi creditori trovano la loro tutela naturale in altre norme, indipendentemente dall'applicabilità dell'art. 2501bis c.c.. Così ad esempio i soci sono tutelati dalle garanzie che assistono la effettiva congruità del rapporto di cambio e dalla possibilità di esercitare il recesso in caso di dissenso sulla fusione, mentre i creditori sono tutelati con il potere di opposizione ad essi concesso dall'art. 2503 c.c."

A conclusioni diverse potrebbe giungersi qualora si ritenesse di poter ricondurre la disciplina di cui all'art. 2501-*bis* c.c. all'interno del perimetro di applicazione delle regole dettate in tema di assistenza finanziaria dall'art. 2358 c.c. per le società azionarie (nella nuova formulazione introdotta dal d.lgs. 4 agosto 2008 n. 142 in attuazione della Direttiva 2006/68/CE che ha modificato la Direttiva 77/91/CE) e dall'art. 2474 c.c. per la s.r.l. (il cui testo è rimasto invariato). Tale ricostruzione, tuttavia, è respinta dalla dottrina maggioritaria⁹, stanti i diversi piani operativi ed applicativi delle due disposizioni che possono affiancarsi, ma non si sovrappongono. A questo riguardo si è rilevato come l'inciso contenuto nell'attuale formulazione dell'art. 2358 c.c., laddove fa salva l'applicazione delle procedure "aggravate" di cui agli artt. 2501-*bis* e 2381-*bis* debba interpretarsi «nel senso che qualora l'assistenza finanziaria configuri una operazione con parti correlate oppure sia strumentale ad una fusione con indebitamento, il mero rispetto delle regole dettate dal nuovo art. 2358 non è di per sé solo sufficiente a garantire la legittimità dell'operazione, dovendosi altresì osservare, rispettivamente, la disciplina delle operazioni con parti correlate (art. 2391-*bis*) o della fusione a seguito di acquisizione con indebitamento (art. 2501-*bis* c.c.). Tale applicazione congiunta sarà peraltro necessaria soltanto nelle ipotesi in cui sussistano in concreto i requisiti previsti da ciascuna di queste disposizioni». In questa prospettiva si è soggiunto che «non potrebbe invece condividersi una diversa e più rigorosa interpretazione, che – facendo anche leva sugli avverbi "direttamente o indirettamente" inseriti dal d.lgs. n. 142/2008 nella riformulazione del divieto di assistenza finanziaria di cui al nuovo primo comma dell'art. 2358 – postuli una generale sussunzione delle operazioni di *merger leveraged buy out* all'interno della sfera applicativa del divieto di assistenza finanziaria», posto che «tale irrigidimento interpretativo, oltre a non trovare alcun supporto nei lavori preparatori, risulterebbe in palese contrasto con la *ratio* ispiratrice dell'intervento comunitario dichiaratamente diretto a incoraggiare un mercato delle partecipazioni che agevoli il ricambio degli assetti proprietari»¹⁰. Alla luce di tali premesse può dunque escludersi che il nuovo ultimo comma dell'art. 2358 possa essere richiamato allo scopo di ampliare il

⁹ Tra gli altri N. ABRIANI *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, in *Trattato di diritto commerciale* diretto da Gastone Cottino, vol. IV, 1, Padova, 2010, p. 430; F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, Milano, 2009, p. 135 ss.; L. G. PICONE, *Il leveraged buy out nella riforma del diritto societario*, cit., p. 1394; A. MORANO, *Il merger leveraged buy-out alla luce del nuovo art. 2501 bis*, in *Società*, 2003, 952 s. P. CARRIERE, *Le operazioni di "leveraged cash-out": spunti critici*, in *Società*, 2005, p. 720.

¹⁰ N. ABRIANI *Le azioni e gli altri strumenti finanziari*, cit., ove si richiama il quinto *Considerando* della Direttiva 2006/68 che, pur ribadendo la necessità di tutelare gli interessi degli azionisti e dei terzi, giustifica l'introduzione della facoltà per gli Stati membri di superare l'assolutezza del divieto di assistenza finanziaria proprio alla luce dell'esigenza di «rafforzare la flessibilità con riguardo ai cambiamenti della struttura proprietaria».

perimetro operativo dell'art. 2358, valendo piuttosto a confermare che l'art. 2358 e l'art. 2501 *bis* hanno «diversa funzione e diversi ambiti di applicazione» e sono dunque destinati a trovare applicazione «ove ne ricorrano, per ciascuno di essi, i presupposti»¹¹.

È peraltro evidente che, nell'accertamento degli autonomi e peculiari presupposti applicativi dell'art. 2501-*bis*, l'interprete non potrà limitarsi ad un approccio meramente formalistico, imponendosi il rispetto della norma anche in ipotesi di operazioni che, sebbene appositamente frazionate, siano coordinate al raggiungimento dello scopo finale dell'acquisizione del controllo, e quindi in tutti i casi in cui sia desumibile, anche implicitamente, un programma complessivo che preveda l'acquisizione delle partecipazioni della *target* in momenti successivi per uno od alcuni solo dei quali – magari perfezionatisi quando già il controllo sia stato raggiunto o prima ancora del suo raggiungimento – sia previsto il ricorso ad un massiccio indebitamento¹². Ne consegue che, al momento dell'adozione della delibera di fusione, si dovrà avere riguardo allo svolgimento dell'intera cronologia dell'acquisizione del controllo al fine di applicare la disciplina in parola ogni qual volta dalla stessa emerga “*ictu oculi*” che, per accordi tra soci, modi, tempi, modalità di finanziamento e soggetti coinvolti, ci si trovi davanti ad un'operazione unitariamente concepita.

Sempre in questa prospettiva sostanzialistica va soggiunto che la nozione di controllo che qui interessa non deve, necessariamente, essere circoscritta alle fattispecie di controllo azionario contemplate dai nn. 1) e 2) dell'art 2359 (ritendosi unanimemente il n. 3 escluso dalla fattispecie in oggetto), in quanto appare «possibile (ed opportuno) interpretare la nozione di controllo, ai fini dell'art. 2501-*bis*, nuovo testo, in modo svincolato dalla definizioni riscontrabili nel codice civile o nelle leggi speciali: si dovrebbe insomma tener conto degli interessi tutelati dalla disposizione»¹³; ne consegue che deve intendersi rilevante, ai fini dell'art. 2501-*bis*, qualsiasi forma di controllo che consenta ad un socio (che prima non aveva tale potere) di influire direttamente ed in maniera determinante sui procedimenti decisionali della società, anche, ad esempio, in forza dei diritti particolari previsti nelle s.r.l. dal terzo comma dell'art. 2468 c.c. ovvero delle particolari maggioranze statutariamente previste.

¹¹ F. MAGLIULO, *La fusione delle società*, cit., pag. 139

¹² In queste ipotesi, al fine di ricostruire nella fattispecie concreta la sostanziale unitarietà delle operazioni, potrebbero essere utilmente richiamati gli approdi dottrinali e giurisprudenziali in tema di acquisti rilevanti per l'applicazione della disciplina sull'offerta pubblica di acquisto di cui agli artt. 101-*bis* ss.T.U.F

¹³ M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, cit., p. 232

Il Notaio nella verifica della sussistenza delle condizioni richieste per l'applicazione dell'art. 2501-bis non può spingersi a sindacare le risultanze delle valutazioni univoche degli amministratori e degli esperti indipendenti, ma deve essere attento alla presenza di indici inequivocabili che segnalino la contrazione di debiti collegati all'acquisizione del controllo quali ad esempio: dilazioni di pagamento per l'acquisto delle partecipazioni, ovvero costituzione di pegno sulle stesse in relazione a finanziamenti non diversamente destinati.¹⁴

Sebbene non necessaria, per le considerazioni sopra svolte, l'applicazione della disciplina prevista dall'art. 2501-bis anche ai casi di acquisto di partecipazione non di controllo o di incremento di controllo preesistente, deve comunque ritenersi un'opzione certamente legittima, determinando il ricorso (volontario) ad un procedimento che amplia le informazioni messe a disposizione dei terzi e dei soci e non idoneo a comprimere in alcun modo i diritti degli stessi.

.....

¹⁴ come nota giustamente M.S. SPOLIDORO, *Fusioni pericolose*, cit., p. 236, non si può “richiedere al Notaio, che deve verificare la legittimità della procedura, di effettuare controlli che non fanno parte del suo *curriculum* professionale” effettuando un accertamento che “non sarà, comunque, sempre possibile *ictu oculi*” in questo senso anche l'Orientamento L.B.6 del “COMITATO TRIVENETO DEI NOTAI IN MATERIA DI ATTI SOCIETARI” che afferma: “La verifica circa la sussistenza dei presupposti per l'applicazione dell'art. 2501bis c.c. ad una determinata fusione, comportando valutazioni di merito sulle situazioni patrimoniali e finanziarie delle società coinvolte, compete esclusivamente agli amministratori e non al notaio verbalizzante.

La predisposizione di un progetto di fusione e degli altri documenti accompagnatori privi degli elementi previsti dall'art. 2501bis c.c. integra l'accertamento da parte degli organi amministrativi della mancanza dei presupposti per l'applicabilità al caso concreto della disciplina della fusione con indebitamento, ricorrendo quindi tale presupposto è inibito al notaio ogni ulteriore controllo.

Nel caso contrario il controllo del notaio sulla rituale adozione delle delibere di fusione con indebitamento è limitato alla verifica della sussistenza degli elementi formali richiesti dalla normativa, non essendo possibile per lo stesso entrare nel merito delle valutazioni effettuate dagli amministratori e dagli esperti ai sensi dei commi secondo, terzo, quarto e quinto del detto art. 2501bis c.c.”